



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ - TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění podniku zpracovatelského průmyslu vybranými metodami

Valuation of the Company of Manufacturing Industry by Means of Selected Methods

Student: Bc. Andrea Vlková

Vedoucí diplomové práce: Ing. Aleš Kresta, Ph.D.

Ostrava 2014

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Andrea Vlková**  
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6202T010 Finance  
Specializace: 00 Finance  
Téma: Ocenění podniku zpracovatelského průmyslu vybranými metodami  
Valuation of the Company of Manufacturing Industry by Means of  
Selected Methods

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoreticko-metodologická východiska oceňování podniku
3. Strategická a finanční analýza podniku
4. Aplikace vybraných metod ocenění a jejich komparace
5. Analýza citlivosti vybraných parametrů a zhodnocení výsledků
6. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

ARZAC, Enrique, R. *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring*. New York: John Wiley & Sons, 2005. 281 s. ISBN 0-471-64444-7.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Aleš Kresta, Ph.D.**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014



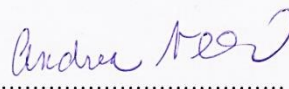
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

V Ostravě dne 22. dubna 2014



.....  
Bc. Andrea Vlková

### **Poděkování**

Tato práce byla vypracována s podporou projektu Příležitost pro mladé výzkumníky, reg. č. CZ.1.07/2.3.00/30.0016, podpořeného Operačním programem Vzdělávání pro konkurenceschopnost a spolufinancovaného Evropským sociálním fondem a státním rozpočtem České republiky.

Děkuji především panu Ing. Aleši Krestovi, Ph.D. za poskytnuté konzultace při přípravě mé diplomové práce.

# OBSAH

<b>1</b>	<b>ÚVOD</b>	5
<b>2</b>	<b>TEORETICKO-METODOLOGICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU</b>	7
2.1	Kategorie hodnoty	7
2.2	Postup při oceňování	8
2.2.1	Sběr vstupních dat	9
2.2.2	Strategická analýza	9
2.2.3	Finanční analýza	13
2.2.4	Finanční plán	20
2.3	Odhad nákladů kapitálu	22
2.3.1	Náklady na cizí kapitál	23
2.3.2	Náklady na vlastní kapitál	24
2.4	Metody oceňování	26
2.4.1	Výnosové metody	27
2.4.2	Majetkové metody	32
2.4.3	Kombinované metody	33
2.4.4	Komparativní metody	34
2.5	Analýza citlivosti	34
<b>3</b>	<b>STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA</b>	36
3.1	Základní charakteristika obchodního závodu Vítkovické slévárny	36
3.2	Strategická analýza	38
3.2.1	Analýza vnějšího potenciálu	38
3.2.2	Analýza vnitřního potenciálu	44
3.2.3	Prognóza tržeb	47
3.3	Finanční analýza	48
3.3.1	Ukazatele rentability	48
3.3.2	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	49
3.3.3	Ukazatele likvidity	50
3.3.4	Ukazatele aktivity	51
3.4	Finanční plán	51
3.4.1	Plán tržeb	52
3.4.2	Plán provozní ziskové marže	52

3.4.3	Plán čistého pracovního kapitálu.....	53
3.4.4	Plán investic .....	55
3.4.5	Plán financování.....	56
3.4.6	Plánovaný výkaz zisku a ztráty .....	57
3.4.7	Plánovaný výkaz cash-flow .....	57
3.4.8	Plánovaná rozvaha.....	58
<b>4</b>	<b>APLIKACE VYBRANÝCH METOD OCENĚNÍ A JEJICH KOMPARACE .....</b>	<b>59</b>
4.1	Odhad nákladů vlastního kapitálu .....	59
4.1.1.	Model oceňování kapitálových aktiv CAPM .....	59
4.1.2.	Stavebnicový model .....	60
4.2	Odhad nákladů cizího kapitálu .....	61
4.3	Odhad váženého průměru celkových nákladů kapitálu .....	62
4.4	Ocenění metodou DCF – Entity .....	63
4.5	Ocenění metodou EVA - Entity.....	64
4.6	Komparace výsledků ocenění obchodního závodu .....	66
<b>5</b>	<b>ANALÝZA CITLIVOSTI VYBRANÝCH PARAMETRŮ A ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ .....</b>	<b>67</b>
5.1	Analýza citlivosti hodnoty stanovené dle metody DCF Entity .....	68
5.2	Analýza citlivosti hodnoty stanovené dle metody EVA Entity .....	70
5.3	Zhodnocení výsledků analýzy citlivosti .....	72
<b>6</b>	<b>ZÁVĚR.....</b>	<b>73</b>
	<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>75</b>
	<b>SEZNAM ZKRATEK.....</b>	<b>78</b>
	<b>PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE</b>	
	<b>SEZNAM PŘÍLOH</b>	



# 1 ÚVOD

Proces oceňování obchodních závodů se stává v posledních letech stále významnějším. Propojování jednotlivých evropských, ale i světových trhů vede ke zvyšování nutnosti zjišťovat hodnotu zejména z důvodu fúzí společností v nadnárodní celky. Důvodem pro ocenění ale nebývá pouze fúze či akvizice, ale také koupě, prodej a likvidace obchodního závodu, nebo také emise akcií či žádost o poskytnutí úvěru.

Cílem diplomové práce je provést ocenění obchodního závodu Vítkovické slévárny, s. r. o. a zjistit jeho tržní hodnotu k 31. 12. 2012 prostřednictvím aplikace dvou dvoufázových výnosových metod, a to metodou diskontovaných peněžních toků a metodou ekonomické přidané hodnoty. Ocenění bude provedeno pouze pro potřeby vlastníka, který chce zjistit, za kolik by pravděpodobně mohl obchodní závod prodat v případě, že není znám konkrétní kupující.

Diplomová práce je rozdělena do šesti kapitol, z nichž první tvoří tento úvod a poslední je věnována závěru. Ve druhé kapitole jsou přiblížena teoretická východiska oceňování obchodních závodů, která jsou následně aplikována v praktické části diplomové práce. V této kapitole jsou definovány všechny nutné teoretické předpoklady pro ocenění obchodního závodu, včetně vzorců, díky kterým lze vypočítat všechny potřebné hodnoty.

Třetí kapitola je nazvána jako strategická a finanční analýza, ale kromě těchto dvou celků obsahuje i základní charakteristiku obchodního závodu a pro ocenění velmi důležitý finanční plán. Strategická analýza slouží především k prognóze tržeb obchodního závodu, od kterých se odvíjí i sestavení finančního plánu. Finanční plán se skládá z plánované rozvahy, plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánovaného cash-flow a tyto tři plány vycházejí z různých dílčích plánů, kterými jsou plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán čistého pracovního kapitálu, plán investic a plán financování. Finanční analýza je nástroj pro zjištění finanční situace obchodního závodu, která je posuzována z hlediska čtyř skupin ukazatelů. Obchodní závod je analyzován z pohledu rentability, zadluženosti a finanční stability, likvidity a aktivity.

Čtvrtá kapitola je zaměřena přímo na ocenění obchodního závodu. V této kapitole se nejprve stanoví náklady kapitálu, zvlášť pro cizí kapitál a zvlášť pro vlastní kapitál, a na základě těchto údajů se stanoví vážený průměr celkových nákladů kapitálu. Náklady na vlastní kapitál budou odhadnuty jednak aplikací modelu oceňování kapitálových aktiv,

a jednak aplikací stavebníkového modelu. Poté se provede samotné ocenění obchodního závodu, a to dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků DCF Entity a dvoufázovou metodou na bázi ekonomické přidané hodnoty EVA Entity.

Obsahem páté kapitoly je jednofaktorová citlivostní analýza, díky které lze zjistit vliv vybraných parametrů na hodnotu obchodního závodu. Analýza citlivosti by měla být provedena vždy po procesu ocenění, neboť hodnota obchodního závodu se může v čase měnit, a to v důsledku změny vstupních parametrů. Analýza citlivosti bude provedena zvlášť pro faktory, které mají vliv na hodnotu stanovenou metodou DCF Entity a zvlášť pro faktory, které mají vliv na hodnotu stanovenou metodou EVA Entity. Jako hodnota obchodního závodu bude využita ta, u které byly náklady vlastního kapitálu odhadnuty dle modelu CAPM.

## 2 TEORETICKO-METODOLOGICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Oceňování obchodního závodu<sup>1</sup> představuje teoretickou a praktickou disciplínu, která je postavena na poznatcích ekonomické teorie, teorie a praxe podnikových financí a na oceňovacích standardech. Existují dvě terminologické roviny, a to oceňování a ohodnocování obchodního závodu. V České republice se nejčastěji využívá pojem *oceňování*, protože úkolem znalce je stanovení ceny pro účel ocenění dle zadání. Správná terminologie je ale *ohodnocování* obchodního závodu (*business valuation*), jenž vede k odhadu určité kategorie hodnoty, jak tvrdí Krabec (2009).

### 2.1 Kategorie hodnoty

„Hodnota obchodního závodu je dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do závodu, tj. vlastníků i věřitelů) převedenými (diskontovanými) na jejich současnou hodnotu,“ jak tvrdí Mařík (2011, s. 20). Existují čtyři základní přístupy k oceňování:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě Kolínské školy.

„**Tržní hodnota** je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku,“ jak tvrdí Krabec (2009, s. 197). Tržní hodnota se používá při uvádění závodu na burzu či při prodeji, jestliže není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl obchodní závod pravděpodobně prodat.

**Subjektivní hodnota** se používá především při ocenění z důvodu koupě či prodeje, při rozhodování mezi sanací a likvidací obchodního závodu apod. Bývá nazývána také investiční hodnotou, neboť představuje hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího (investora). Budoucí peněžní toky jsou odhadovány většinou na základě představ manažerů, případně jsou upraveny oproti jejich představám směrem dolů.

---

<sup>1</sup> K 1. lednu 2014 vznikl s novým Občanským zákoníkem nový pojem „obchodní závod“, který nahradil dosavadní pojem „podnik“, viz § 502 Zákona č. 89/2012 Sb.

**Objektivizovaná hodnota**, kterou stanovují profesionálové, by měla být postavena na všeobecně uznávaných datech. Bude menší než hodnota tržní. Používá se tehdy, jestliže je hodnota závislá na konkrétním subjektu, např. při poskytování úvěrů.

„V základním případě, a tím je nákup a prodej podniku, je východiskem subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a na druhé straně subjektivní hodnota konkrétního kupujícího. Na tomto subjektivním postoji je právě založena **Kolínská škola**. Zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků,“ jak tvrdí Mařík (2011, s. 30). Mezi zmíněné funkce patří:

- poradenská funkce (výsledkem jsou informace o minimální či maximální ceně),
- rozhodčí funkce (výsledkem je spravedlivá cena, určená z daného rozpětí),
- argumentační funkce (výsledkem je příprava argumentů pro jednání s druhou stranou),
- komunikační funkce (výsledkem je příprava podkladů pro komunikaci s veřejností),
- daňová funkce (výsledkem jsou podklady pro daňové účely).

Důvodů pro ohodnocování (oceňování) je několik. Jedná se zejména o koupi a prodej, fúze a akvizice, rozdělení, likvidaci či sanaci obchodního závodu. Existuje ale celá řada dalších důvodů, které souvisí s emisemi akcií, s uváděním společnosti na burzu, s poskytováním úvěrů, s vkladem do nově zakládaného obchodního závodu apod.

Každé ocenění musí být provedeno k určitému datu a musí být přesně stanoveno, zda bude oceňován celkový kapitál obchodního závodu nebo pouze vlastní kapitál. Mezi předpisy, kterými by se měli oceňovatelé řídit, patří:

- Zákon o oceňování majetku č. 151/1997 Sb. a na něj navazující vyhlášky Ministerstva financí ČR,
- Metodický pokyn České národní banky,
- Mezinárodní a Evropské oceňovací standardy,
- Národní standardy některých zemí.<sup>2</sup>

## 2.2 Postup při oceňování

Postup při oceňování by měl odpovídat nejen konkrétní situaci, ve které se obchodní závod nachází, ale také důvodu ocenění, kategorii zjišťované hodnoty, metodě ocenění,

---

<sup>2</sup> Německý standard IDW S1, který vydává Institut německých auditorů (Institut Der Wirtschaftsprüfer) nebo Americké oceňovací standardy US PAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice), které zpracovává Americká společnost odhadců.

dostupnosti dat apod. Mařík (2011) tvrdí, že obecně lze postup rozčlenit na sběr vstupních dat, analýzu dat (strategická a finanční analýza), sestavení finančního plánu a ocenění.

### **2.2.1 Sběr vstupních dat**

Hodnota obchodního závodu se odvíjí nejen od použité metody ocenění, způsobu stanovení nákladů kapitálu a časového horizontu, pro který se ocenění počítá, ale také od vstupních údajů. Správnost výsledků závisí na kvalitě a rozsahu vstupních dat. Nejdůležitější data, ze kterých by se mělo při oceňování vycházet, definuje Mařík (2011) jako:

- *základní data o obchodním závodu* (název, právní forma, identifikační číslo, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, historie obchodního závodu, organizační struktura),
- *ekonomická data* (účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů),
- *základní data o trhu* (vymezení relevantního trhu, jeho velikost, vývoj, segmentace, faktory atraktivity trhu, faktory vývoje trhu),
- *konkurence na relevantním trhu* (přímí konkurenti, bariéry vstupu do odvětví),
- *odbyt a marketing* (struktura odbytu, hlavní produkty, ceny, reklama, výzkum),
- *výroba a dodavatelé* (certifikáty kvality, charakter výroby, kapacity, dodavatelé),
- *zaměstnanci* (struktura, situace na trhu práce, produktivita práce).

### **2.2.2 Strategická analýza**

Strategická analýza je důležitým předpokladem věrohodnosti ocenění obchodního závodu, ale v současné době jí v naší praxi není věnována odpovídající pozornost. Na základě výsledků strategické analýzy by měly být zodpovězeny hlavní otázky, týkající se dlouhodobých perspektiv, vývoje tržeb a rizik spojených s obchodním závodem. Cílem strategické analýzy je určení celkového výnosového potenciálu oceňované společnosti, který vychází z potenciálu vnitřního a vnějšího. Výsledkem analýzy je pak prognóza tržeb.

#### ***a) Analýza vnějšího potenciálu***

Cílem analýzy vnějšího potenciálu je určení, analýza a prognóza vývoje relevantního trhu. Relevantní trh je charakterizován jako trh, na kterém oceňovaný obchodní závod působí. Jak tvrdí Mařík (2011), lze jej vymezit z hlediska:

- věcného,
- územního,
- zákazníků,

- konkurentů.

Relevantní trh z hlediska věcného představuje trh, na kterém se obchodní závod pohybuje z hlediska produktu, na který se orientuje. Z hlediska území pak může být relevantní trh vymezen jako např. trh České republiky, trh určitého regionu daného státu, trh Evropské unie apod.

### ***Základní data o trhu***

Mezi základní data o trhu lze zařadit odhad velikosti relevantního trhu a vývoj relevantního trhu v čase. Velikost relevantního trhu je možné odhadnout několika způsoby. Jedním z nich je *odhad ze statistik o spotřebě určitého produktu* (tento způsob je vhodný zejména u spotřebního zboží). Dále je možné *odhadnout velikost trhu pomocí statistik Ministerstva průmyslu a obchodu* (dále jen MPO) *či Českého statistického úřadu*. MPO každoročně zveřejňuje Finanční analýzu podnikové sféry, průmyslu a stavebnictví a podle klasifikace CZ-NACE lze pro jednotlivé kategorie činností zjistit velikost tržeb za prodej výrobků, zboží a služeb. Tržby v těchto výkazech jsou vypočteny jako součet tržeb všech obchodních závodů vykonávajících danou činnost. Pokud na daném trhu působí pouze několik velkých obchodních závodů, je možné *zjistit velikost trhu jako součet prodejů těchto hlavních společností*, jak tvrdí Mařík (2011).

Jak již bylo zmíněno výše, lze relevantní trh vymežit i z hlediska území, a proto může být velikost trhu odhadnuta nejen pro celý trh ČR, ale i pro určitý region. Pokud by chtěl oceňovatel určit velikost relevantního trhu například pro Moravskoslezský kraj, je možné velikost trhu ČR přepočíst na jednoho obyvatele a následně jej vynásobit počtem obyvatel Moravskoslezského kraje.

### ***Analýza atraktivit trhu***

Analýza atraktivit trhu slouží k rozpoznání příležitostí a hrozeb relevantního trhu. Atraktivita trhu je posuzována dle různých faktorů, které by měly být upraveny podle specifík daného trhu. Nejdůležitějšími faktory jsou ty, které souvisí s poptávkou a možnostmi prodeje. Nejčastější kritéria pro posuzování atraktivit trhu definuje Mařík (2011) jako růst trhu, velikost trhu, intenzitu konkurence, průměrnou rentabilitu, bariéry vstupu do odvětví, citlivost na recesi apod.

**Růst trhu** vyjadřuje pronikání tuzemských společností na zahraniční trhy, zvyšování tržních podílů apod. S růstem trhu ale rostou také rizika jednotlivých obchodních závodů, protože roste investiční náročnost, mohou vznikat jazykové bariéry, nenadálé zvraty apod.

Čím větší je **intenzita konkurence**, tím je trh méně atraktivní. Menší obchodní závody mohou být vytlačeny z trhu a ty větší musí vynakládat větší úsilí na boj s konkurencí. **Průměrná rentabilita** by měla být v dostatečné výši, aby bylo možné na daném trhu dosáhnout odpovídající výnosnosti. **Bariéry vstupu do odvětví** by neměly být příliš vysoké, protože pak musí obchodní závody překonávat vysoké kapitálové požadavky, zákonná omezení apod. Čím jsou bariéry vstupu do odvětví větší, tím je atraktivita trhu nižší. **Citlivost na recesi** představuje to, jak trh reaguje na pokles hrubého domácího produktu způsobený poklesem poptávky po produkci firem, snížením investiční aktivity apod. Čím je citlivost na recesi vyšší, tím je atraktivita trhu nižší.

Podle důležitosti každého kritéria je mu přiřazena odpovídající váha, která je tím vyšší, čím je kritérium (faktor) důležitější. V následujícím kroku jsou pak jednotlivá kritéria obodována podle toho, jestli se jedná o nejlepší nebo nejhorší hodnocení kritéria. Dále se vypočte vážený součet vah a bodů jednotlivých faktorů. Atraktivita trhu se pak vypočte dle vzorce:

$$\text{Atraktivita trhu} = \frac{\sum \text{váha} \cdot \text{body}}{\text{maximální počet bodů}} \quad (2.1)$$

### ***Prognóza vývoje trhu***

Prognózu trhu lze určit dle několika metod. Jednou z nich je vícenásobná regresní analýza, díky které lze sestavit model pro budoucí vývoj relevantního trhu na základě minulých dat. *Vícenásobná regresní analýza* slouží k vysvětlení variability vysvětlované proměnné  $y$  prostřednictvím změn dvou a více vysvětlujících proměnných  $x$  na základě časové nebo průřezové analýzy.<sup>3</sup> „Při behaviorálním modelování reálných ekonomických procesů zpravidla zjistíme, že vysvětlovaná proměnná  $y$  je ovlivněna v čase celou řadou příčinných faktorů  $x_1, x_2, \dots, x_k$ , které přispívají k vyšší míře vysvětlení změn  $y$ , a rovněž mohou zabezpečit lepší flexibilitu vztahů z hlediska funkční formy ve srovnání s jednoduchým regresním modelem,“ jak tvrdí Hančlová (2012, s. 78).

Při prognóze relevantního trhu se vysvětlující proměnné do modelu vybírají podle konkrétní situace. Faktory, které mohou ovlivňovat velikost relevantního trhu, jsou:

- národohospodářské,
- faktory související s tržní poptávkou,
- specifické faktory.

---

<sup>3</sup> Existuje také jednoduchá regresní analýza, která zkoumá variabilitu vysvětlované proměnné prostřednictvím změn jedné vysvětlující proměnné.

Mezi **národohospodářské faktory** lze zařadit hrubý domácí produkt, mzdy, úrokové sazby, nezaměstnanost, inflaci, měnový kurz, průmyslovou výrobu, spotřebu apod. Mezi **faktory, které souvisí s tržní poptávkou**, patří např. příjmy obyvatel, počet obyvatel, demografická struktura obyvatel, ceny produktů apod. **Specifickými faktory** mohou být módní trendy, spotřební zvyklosti obyvatel apod.

#### ***b) Analýza vnitřního potenciálu***

Analýzou vnitřního potenciálu se rozumí analýza konkurenční síly oceňovaného obchodního závodu a výsledkem by měla být prognóza tržního podílu. Jak tvrdí Mařík (2011), tato analýza se skládá ze stanovení dosavadních tržních podílů, z identifikace hlavních konkurentů a z analýzy vnitřního potenciálu a hlavních faktorů konkurenční síly.

#### ***Stanovení dosavadních tržních podílů***

Tržní podíl obchodního závodu lze charakterizovat jako podíl jeho tržeb na tržbách celého relevantního trhu. Zvyšující se tržní podíl představuje upevňování pozice na trhu a obchodní závod se stává silnější vůči konkurenci. Tržní podíl se vypočte jako:

$$\text{Tržní podíl} = \frac{\text{tržby obchodního závodu}}{\text{tržby relevantního trhu}}. \quad (2.2)$$

#### ***Identifikace hlavních konkurentů***

Identifikace hlavních konkurentů oceňovaného obchodního závodu se provádí zejména z důvodu lepšího posouzení jeho konkurenční pozice. V rámci identifikace by měly být zjišťovány zejména údaje ohledně finančního hospodaření konkurentů, ale i další údaje, které budou prospěšné pro stanovení jejich tržního podílu. Při analýze hlavních konkurentů je možné čerpat nejen data z účetních výkazů, ale i údaje z tisku, informace ze zájmových sdružení apod.

#### ***Analýza vnitřního potenciálu a hlavních faktorů konkurenční síly***

Pro stanovení konkurenční síly obchodního závodu je vhodné sestavit *diagram konkurenční síly*, který obsahuje bodové ohodnocení jednotlivých faktorů. Faktory lze rozdělit na *přímé* (kvalita a technická úroveň výrobků, cena, servis a služby, reklama, image) a *nepřímé* (kvalita managementu, výkonný personál, majetek a investice, finanční situace). Stejně jako při stanovení atraktivity trhu v rámci analýzy vnějšího potenciálu, se přiřadí každému faktoru (kritériu) váha, která je tím vyšší, čím je kritérium důležitější. Následně jsou jednotlivá kritéria obodována podle toho, zda má konkurence v rámci tohoto kritéria převahu,



zda je obchodní závod průměrný anebo zda má přesilu. Dále se vypočte vážený součet vah a bodů jednotlivých faktorů. Konkurenční síla oceňovaného obchodního závodu se pak stanoví jako:

$$\text{Konkurenční síla} = \frac{\sum \text{váha} \cdot \text{body}}{\text{maximální počet bodů}}. \quad (2.3)$$

### c) *Prognóza tržeb*

Prognóza tržeb by měla vycházet z analýzy vnějšího a vnitřního potenciálu oceňovaného obchodního závodu. Tato část je posledním krokem strategické analýzy a důležité je především odhadnout předpokládaný růst tržeb do budoucna. Na základě prognózovaného tržního podílu společnosti a na základě prognózy relevantního trhu lze stanovit i prognózu tržeb. Tempo růstu tržeb do budoucna se vypočte jako:

$$\text{Tempo růstu tržeb} = (\text{Index růstu trhu} \cdot \text{Index změny tržního podílu}) - 1, \quad (2.4)$$

kde index růstu trhu se vypočte jako jedna plus tempo růstu trhu běžného roku. Index změny tržního podílu se vypočte jako podíl tržního podílu obchodního závodu běžného roku a tržního podílu obchodního závodu předchozího roku.

## 2.2.3 Finanční analýza

„Finanční situace podniku je souhrnným vyjádřením úrovně všech jeho podnikových aktivit, kterými se podnik na trhu prezentuje. Do finanční analýzy se promítá objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita a další podnikové činnosti,“ jak tvrdí Dluhošová (2010, s. 71). V rámci finanční analýzy je možné provádět analýzu horizontální, vertikální, poměrovou, analýzu soustav ukazatelů či analýzu citlivosti.

### a) *Horizontální analýza*

Horizontální analýza je nazývána též analýzou vývojových trendů. Pomocí této analýzy se provádí měření změn jednotlivých veličin. Při této analýze je využíváno buď indexů bazických,<sup>4</sup> nebo indexů řetězových.<sup>5</sup> Řetězové indexy se vypočtou dle vzorců:

$$\text{Absolutní změna} = U_t - U_{t-1}, \quad (2.5)$$

$$\text{Relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}}, \quad (2.6)$$

<sup>4</sup> Bazický index porovnává hodnoty veličiny vzhledem k základnímu (bazickému) období.

<sup>5</sup> Řetězový index porovnává hodnoty veličiny vždy k předchozímu období.

kde  $U_i$  je hodnota veličiny v běžném roce,  $U_{i-1}$  je hodnota veličiny v předchozím roce.

### **b) Vertikální analýza**

Vertikální analýzu lze nazvat také analýzou struktury, či procentním rozbořem komponent. Pomocí této metody lze zjistit podíl jednotlivých složek účetních výkazů na celku za určité časové období. Vertikální analýzou lze porovnávat majetkové či kapitálové portfolio podniku za delší časový úsek. Podíl veličiny na celku se vypočte jako:

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.7)$$

kde  $U_i$  je hodnota dílčí veličiny,  $\sum U_i$  je velikost absolutního veličiny, kterou mohou být například celková aktiva, tržby apod.

### **c) Poměrová analýza**

Poměrová analýza ve své podstatě analyzuje poměrové ukazatele, které jsou vypočteny na základě poměrování určitých hodnot. „Poměrové ukazatele lze podle informačních zdrojů konstruovat následovně: pouze z údajů výkazu zisku a ztráty (příkladem jsou ukazatele nákladové struktury), pouze z údajů rozvahy (např. podíl cizích zdrojů na celkovém kapitálu firmy), kombinací údajů z výkazu zisku a ztráty a z rozvahy (např. ukazatel rentability kapitálu), kombinací z účetních a tržních dat (např. Price/Earnings<sup>6</sup> poměr),“ jak tvrdí Dluhošová (2010, s. 74).

### **Ukazatele rentability**

„Ukazatele rentability, někdy označované jako ukazatele výnosnosti, návratnosti, profitability ratio, jsou konstruovány jako poměr konečného efektu dosaženého podnikatelskou činností (výstupu) k nějaké srovnávací základně (vstupu), která může být jak na straně aktiv, tak na straně pasiv, nebo k jiné bázi,“ jak tvrdí Kislingerová (2010, s. 98).

### **RENTABILITA AKTIV**

„Ukazatel rentability aktiv bývá považován za klíčové měřítko rentability, protože poměruje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány,“ jak tvrdí Dluhošová (2010, s. 80). Ukazatel vyjadřuje míru zisku, který vyprodukovala celková aktiva vložená do podnikání. V čitateli se vyskytuje EBIT, který není nikterak ovlivněn změnami daní, či úrokových sazeb. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

---

<sup>6</sup> Ukazatel se vypočte jako podíl tržní ceny akcie (tržní data) a čistý zisk na akcii (účetní data).

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.8)$$

### *RENTABILITA DLOUHODOBÝCH ZDROJŮ*

Ukazatel rentability dlouhodobých zdrojů hodnotí výnosnost vlastního kapitálu a dlouhodobého cizího kapitálu, který byl vložen do podnikatelské činnosti a soustředí se tedy na kapitál zpoplatněný. Vyjadřuje, jaká část EBITu byla vykázána z jedné koruny investované věřiteli a vlastníky. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobý cizí kapitál}}. \quad (2.9)$$

### *RENTABILITA VLASTNÍHO KAPITÁLU*

Ukazatel rentability vlastního kapitálu měří, kolik korun čistého zisku EAT připadne na 1 Kč vloženého vlastního kapitálu, který investovali vlastníci. Při výpočtu se používá čistý zisk, neboť je třeba zjistit, jaký je výnos pro vlastníky. Mělo by platit, že  $ROE > ROA >$  bezriziková výnosnost (výnosnost státních dluhopisů). Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.10)$$

### *RENTABILITA TRŽEB*

Ukazatel rentability tržeb je vždy vhodné analyzovat ze dvou pohledů, a to buď s použitím čistého zisku nebo EBITu v čitateli. Varianta s použitím zisku před zdaněním a úroky se využívá především u obchodních závodů, které využívají různé druhy cizího kapitálu. Pokud je dosazen do čitatele čistý zisk, hovoří se o tzv. ziskové marži. Ukazatel se vypočte jako:

$$ROS = \frac{EBIT}{\text{tržby}}, \text{ nebo } ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}}. \quad (2.11)$$

### ***Ukazatele finanční stability a zadluženosti***

Finanční stabilitu je možné definovat jako určitou strukturu zdrojů financování. Hodnotí především vztah majetku a zdrojů jeho krytí. Pojem zadluženost lze chápat tak, že obchodní závod používá k uskutečňování svých záměrů cizí kapitál, který ovlivňuje nejen výnosnost kapitálu akcionářů, ale i riziko podnikatelské činnosti. Není vhodné, aby byla všechna aktiva financována jen z vlastního kapitálu, protože ten je dražší. Je proto žádoucí

využívat i cizí kapitál, který je pro obchodní závod levnější díky působení tzv. daňového štítu.<sup>7</sup>

#### *PODÍL VLASTNÍHO KAPITÁLU NA AKTIVECH*

Ukazatel podílu vlastního kapitálu na celkových aktivech odráží to, do jaké míry je obchodní závod finančně samostatný, tzn. jaká část z celkových aktiv je kryta z vlastních zdrojů. Trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí, což představuje upevňování dlouhodobé finanční stability. Ukazatel se vypočte jako:

$$\text{Podíl VK na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.12)$$

#### *STUPEŇ KRYTÍ STÁLÝCH AKTIV*

Tento ukazatel vyjadřuje, do jaké míry je dlouhodobý majetek kryt z dlouhodobého kapitálu a pokud je výsledek 100 %, znamená to, že obchodní závod všechn dlouhodobý majetek financuje z dlouhodobých zdrojů. Obecně by mělo platit tzv. zlaté pravidlo financování.<sup>8</sup> Pokud je hodnota ukazatele 100 %, používá obchodní závod umírněný způsob financování a pokud nad 100 %, jedná se o konzervativní způsob financování, který způsobuje překapitalizování. Hodnota pod 100 % představuje podkapitalizovaný obchodní závod. Ukazatel se vypočte jako:

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{dlouhodobý majetek}} \quad (2.13)$$

#### *UKAZATEL CELKOVÉ ZADLUŽENOSTI*

Ukazatel celkové zadluženosti určuje, jaká část majetku obchodního závodu je financována z cizích zdrojů. Bývá také nazýván ukazatelem věřitelského rizika, protože je důležitým signálem pro věřitele, především pro komerční banky, které z důvodu vysoké zadluženosti nemusí být ochotny poskytnout společnosti další úvěry, nebo je poskytují za méně výhodných podmínek. Vyšší hodnota ukazatele nemusí být zákonitě negativním signálem, protože není žádoucí financovat veškerý majetek pouze zdroji vlastními. Ukazatel se vypočte jako:

---

<sup>7</sup> Pod pojmem „daňový štít“ se rozumí zařazení nákladových úroků do daňově uznatelných nákladů, které způsobí snížení hrubého zisku, a tím také snížení daňového zatížení obchodního závodu.

<sup>8</sup> Dlouhodobý majetek by měl být kryt z dlouhodobých zdrojů a oběžná aktiva by měla být financována ze zdrojů krátkodobých.

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.14)$$

### *UKAZATEL ZADLUŽENOSTI VLASTNÍHO KAPITÁLU*

Jedná se o klíčový ukazatel, jehož hodnota zásadně ovlivňuje míru finančního rizika spojeného s podnikatelskou činností. Ukazatel by se měl pohybovat v rozmezí od 80 % do 120 %. Hodnota ukazatele je ovlivněna postoji vlastníků k riziku a také fází vývoje obchodního závodu. Ukazatel se vypočte jako:

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.15)$$

### *ÚROKOVÉ KRYTÍ*

Úrokové krytí vyjadřuje, kolikrát je obchodní závod schopen uhradit nákladové úroky ze zisku před zdaněním a úroky. Pokud je hodnota vyšší než 1, obchodní závod je schopen uhradit úroky a ještě zbývá část zisku pro jiné aktivity, pokud je hodnota nižší než 1, není obchodní závod schopný si vydělat na úroky. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}}. \quad (2.16)$$

### *Ukazatele likvidity*

Likviditou se rozumí schopnost obchodního závodu přeměnit svá aktiva na peněžní prostředky a těmi pak hradit své závazky. Likvidnost je pak míra schopnosti dané majetkové složky přeměnit se v peněžní prostředky.<sup>9</sup> Každá položka majetku má svůj stupeň likvidnosti:

- nejvyšší – krátkodobý finanční majetek,
- střední – krátkodobé pohledávky,
- nejnižší – zásoby.

### *CELKOVÁ LIKVIDITA*

Ukazatel celkové likvidity vyjadřuje, jak by byla oběžná aktiva schopna uhradit krátkodobé závazky, pokud by byla přeměněna v peněžní prostředky. Hodnota ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5, ale záleží na odvětví a druhu činnosti obchodního závodu. Pokud by byla oběžná aktiva přeměněna na hotovost, uhradila by krátkodobé závazky 1,5krát až 2,5krát. Nevýhodou tohoto ukazatele je, že v sobě zahrnuje

<sup>9</sup> S pojmy likvidita a likvidnost souvisí též pojem solventnost, která představuje schopnost hradit své závazky včas, v požadované výši a na požadovaném místě.

všechna oběžná aktiva, která obsahují jak vysoce likvidní, tak nejméně likvidní složky majetku. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.17)$$

### *POHOTOVÁ LIKVIDITA*

Vyjadřuje, jak jsou schopny krátkodobé pohledávky a krátkodobý finanční majetek uhradit krátkodobé závazky, pokud by byly tyto dvě složky přeměněny na hotovost. Ukazatel pohotové likvidity vylučuje z oběžného majetku nejméně likvidní část, a to zásoby. Hodnoty by se měly pohybovat v rozmezí od 1 do 1,5, ale záleží opět na odvětví a činnosti, které obchodní závod vykonává. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.18)$$

### *OKAMŽITÁ LIKVIDITA*

Ukazatel okamžité likvidity vyjadřuje, jak je nejlikvidnější část oběžných aktiv, pohotové platební prostředky, schopna uhradit krátkodobé závazky. Do těchto prostředků se řadí peněžní prostředky v pokladně, na běžném či jiném účtu, volně obchodovatelné krátkodobé cenné papíry, šeky apod. Doporučená hodnota ukazatele je 0,2. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.19)$$

### *ČISTÝ PRACOVNÍ KAPITÁL*

Pokud by obchodní závod přeměnil oběžná aktiva na pohotové platební prostředky a splatil jimi krátkodobé závazky, zbylá část oběžných aktiv vyjadřuje čistý pracovní kapitál. Rozdílový ukazatel čistý pracovní kapitál vyjadřuje hodnotu, která zbyde obchodnímu závodu k uskutečnění plánovaných cílů a aktivit. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}. \quad (2.20)$$

### *Ukazatele aktivity*

Ukazatele aktivity vyjadřují míru využívání majetku v obchodním závodě a jsou využívány především pro řízení aktiv. Při práci s těmito ukazateli je důležité chápat dva pojmy – doba obratu a obrat. *Doba obratu* je časový úsek (většinou počet dní), který uplyne,

než daný majetek projde všemi fázemi koloběhu oběžného majetku<sup>10</sup> a přemění se na peníze. *Obrat* dané položky pak znamená, kolikrát daný majetek za sledované období projde celým tímto koloběhem.

#### *DOBA OBRATU AKTIV*

Představuje, kolik dní trvá, než celková aktiva projdou celým koloběhem majetku a přemění se na peníze. Pokud převažují fixní aktiva, je ukazatel vyšší. Trend by měl být klesající. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.21)$$

#### *DOBA OBRATU ZÁSOb*

Ukazatel doby obratu zásob vyjadřuje počet dní, po které se nacházejí zásoby v obchodním závodu, až do doby jejich spotřeby (u materiálu) nebo do jejich prodeje (u zásob vlastní výroby). Trend ukazatele by měl být klesající. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.22)$$

#### *DOBA OBRATU POHLEDÁVEK*

Vyjadřuje průměrný počet dní, po které jsou pohledávky vázány v obchodním závodu, to znamená, jak dlouho trvá odběratelům, než uhradí své závazky. Pokud je ukazatel příliš vysoký, je třeba řešit platební kázeň dlužníků. Trend by měl být klesající. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.23)$$

#### *DOBA OBRATU ZÁVAZKŮ*

Představuje průměrný počet dní, po které jsou závazky vázány v obchodním závodu, to znamená, jak dlouho trvá obchodnímu závodu, než uhradí závazky svým věřitelům. Ukazatel se vypočte dle vzorce:

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.24)$$

---

<sup>10</sup> Na počátku koloběhu jsou peníze, za které se nakoupí materiál, ten se výrobním procesem přemění na polotovary a následně na výrobek. Prodejem výrobků vzniká pohledávka a inkasem pohledávky vznikají opět peníze.

## 2.2.4 Finanční plán

„Finanční plán je klíčovým nástrojem řízení firmy a splňuje mimo jiné čtyři důležité úlohy: pomáhá manažerům kombinovat zdroje a aktivity, definuje parametry pro řízení systémů, představuje jasný a bezrozporný popis o zdrojích a očekáváních organizace, usnadňuje hodnocení manažerů a hospodářských jednotek (divizí)“ Zmeškal, Dluhošová, Tichý (2013, s. 18). Finanční plán se skládá ze tří hlavních finančních výkazů, a těmi jsou:

- plánovaný výkaz zisku a ztráty,
- plánovaný výkaz o peněžních tocích (cash flow),
- plánovaná rozvaha.

Pro sestavení těchto tří hlavních finančních výkazů je nutné znát informace o majetku, zdrojích, nákladech, výnosech apod. Mezi dílčí plány se řadí plán tržeb, plán investic, plán pracovního kapitálu, plán odpisů, plán financování a další plány, které jsou pro daný obchodní závod důležité.

Hlavní cíl obchodního závodu je růst jeho tržní hodnoty, ale existují i dílčí cíle, kterých se snaží dosáhnout. Mezi tyto lze zařadit *zajištění rentability*, tzn. dlouhodobé prosperity, *zajištění optimální struktury financování* (podíl vlastního a cizího kapitálu) a *zajištění likvidity*, tzn. schopnosti krátkodobě dostát svým závazkům. Postup při sestavení finančního plánu je následující:

- a) sestavení plánu tržeb,
- b) sestavení plánu provozní ziskové marže,
- c) zajištění aktiv, pomocí kterých bude realizována činnost obchodního závodu (souvisí s investičním plánem a plánem pracovního kapitálu),
- d) zajištění zdrojů financování (interní a externí zdroje),
- e) sladění jednotlivých částí finančního plánu (aktiva = pasiva, náklady = výnosy, příjmy = výdaje).

K dosažení cílů je nutné vytvořit i strategii, která bude cestou jak těchto cílů dosáhnout. Hlavní strategie souvisejí s životním cyklem obchodního závodu a jsou následující:

- agresivní růst (rostou tržby, proniká se na nové trhy),
- normální růst (stabilní růst tržeb, pro plánování optimální),
- útlum (klesá výroba i tržby),
- prodej a likvidace.



#### **a) Plán tržeb**

Plán tržeb vychází z výsledků strategické analýzy. V rámci analýzy vnějšího potenciálu je naplánován předpokládaný budoucí vývoj tržeb relevantního trhu a v rámci analýzy vnitřního potenciálu jsou naplánovány budoucí tržní podíly obchodního závodu. Z těchto údajů lze naplánovat tržby do budoucna a získat tak výchozí údaj pro sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty.

#### **b) Plán provozní ziskové marže**

Provozní zisková marže vyjadřuje, jakou část upraveného provozní výsledku hospodaření generují tržby obchodního závodu. Jak tvrdí Mařík (2011), je vhodné použít upravený provozní výsledek hospodaření před odpočtem odpisů, protože ty je vhodné analyzovat až u plánu investic. Upravený provozní VH se vypočte jako:

$$UPVH = PVH - \text{zisky z prodeje majetku} + ZC \text{ prodaného majetku} + \text{odpisy}, \quad (2.25)$$

kde UPVH je upravený provozní výsledek hospodaření, PVH je provozní výsledek hospodaření a ZC je zůstatková cena. Provozní zisková marže PZM se vypočte jako:

$$PZM = \frac{UPVH}{\text{tržby}}. \quad (2.26)$$

#### **c) Plán čistého pracovního kapitálu**

Čistý pracovní kapitál byl již definován v kapitole 2.2.3. Jedním ze způsobů, jak naplánovat čistý pracovní kapitál je naplánování dob obratu zásob, celkových pohledávek a krátkodobých závazků a na základě těchto údajů a s využitím plánovaných tržeb naplánovat jednotlivé položky ČPK. Jednotlivé položky čistého pracovního kapitálu (zásoby, pohledávky a krátkodobé závazky) lze tedy dopočítat takto:

$$\text{Položka ČPK} = \frac{\text{tržby} \cdot \text{doba obratu položky}}{360}. \quad (2.27)$$

#### **d) Plán investic**

Sestavení plánu investic je jednou z nejobtížnějších částí finančního plánu. Jeden ze způsobů, jak naplánovat investice, spočívá v odhadnutí investiční náročnosti růstu tržeb v minulosti a tuto náročnost plánovat i do budoucna. Pro tento krok je nutné nejprve stanovit celkový přírůstek tržeb v minulosti:

$$\Delta \text{ tržeb} = \text{tržby}_T - \text{tržby}_{t-\Delta t}. \quad (2.28)$$

kde  $tržby_T$  jsou tržby posledního roku sledovaného období v minulosti a  $tržby_{t-\Delta t}$  jsou tržby prvního roku sledovaného období v minulosti. Investiční náročnost růstu tržeb INRT se pak vypočte jako:

$$INRT = \frac{\sum \text{investice netto}}{\Delta \text{tržeb}}, \quad (2.29)$$

kde investice netto jsou investice bez odpisů a  $\Delta$  tržeb je přírůstek tržeb. Pokud je do budoucna předpokládána stejná investiční náročnost růstu tržeb jako v minulosti a jsou naplánovány tržby, lze investice pro celé prognózované období jednoduše vypočíst jako:

$$\sum \text{investice netto} = INRT \cdot \Delta \text{tržeb} \quad (2.30)$$

### e) Plán financování

Plán financování představuje naplánování vlastních a cizích zdrojů, ze kterých bude možné financovat majetek obchodního závodu. V rámci vlastního kapitálu lze naplánovat změny základního kapitálu, případně přiděly do rezervního fondu, pokud nedosahuje dostatečné výše. Výsledek hospodaření běžného účetního období je převzat z plánu výkazu zisku a ztráty a nerozdělený výsledek hospodaření minulých let  $NVHML_t$  se vypočte dle vzorce:

$$NVHML_t = NVHML_{t-1} + VHBÚO_{t-1} - \text{podíly na zisku}_t, \quad (2.31)$$

kde  $NVHML_{t-1}$  je nerozdělený výsledek hospodaření minulých let ke konci minulého roku,  $VHBÚO_{t-1}$  je výsledek hospodaření běžného účetního období z minulého roku.

Z hlediska cizího kapitálu je velmi důležité naplánovat dlouhodobé závazky a bankovní úvěry. Tyto dvě položky lze naplánovat dle splátkového kalendáře tak, že se od konečného stavu položky v předchozím roce odečtou splátky a přičtou se nově přijaté dluhy. Krátkodobé závazky se plánují už v rámci plánu čistého pracovního kapitálu. Nákladové rezervy se plánují zpravidla v konstantní výši.

## 2.3 Odhad nákladů kapitálu

„Pod pojmem náklady kapitálu se nejčastěji rozumí náklady podniku na získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Náklady na kapitál představují minimální požadovanou míru výnosnosti (vnitřní výnosové procento) kapitálu,“ viz Dluhošová (2010, s. 115). Při oceňování obchodního závodu pomocí výnosových metod představují náklady kapitálu diskontní míru, díky které se určí současná hodnota budoucích peněžních

toků. Náklady celkového kapitálu se v praxi stanovují na úrovni váženého průměru celkových nákladů kapitálu WACC,<sup>11</sup> které se vypočtou jako:

$$WACC = r_{CK} \cdot (1 - d) \cdot \frac{CK}{P} + r_{VK} \cdot \frac{VK}{P}, \quad (2.32)$$

kde  $r_{CK}$  jsou náklady na cizí kapitál,  $r_{VK}$  jsou náklady na vlastní kapitál,  $d$  je sazba daně,  $CK$  je tržní hodnota úročeného cizího kapitálu,  $VK$  je tržní hodnota vlastního kapitálu a  $P$  je celková tržní hodnota investovaného kapitálu.

Pokud je při oceňování zjišťována tržní hodnota obchodního závodu, je vhodné použít tzv. **iterační postup**, kdy se z výchozí účetní struktury kapitálu vypočtou celkové náklady kapitálu a hodnota obchodního závodu, z té se pak zjistí nová struktura kapitálu. Toto se opakuje tak dlouho, dokud se neustálí výsledná kapitálová struktura.

### 2.3.1 Náklady na cizí kapitál

„Náklady cizího kapitálu lze vyjádřit jako úroky nebo kupónové platby, které je třeba platit věřitelům,“ jak tvrdí Dluhošová (2010, s. 120). Efekt, který je spojen s náklady na cizí kapitál, se nazývá daňový štít, díky kterému se snižuje zisk jako základ pro výpočet daně. Jedním ze způsobů, jak stanovit náklady cizího kapitálu, je uvažovat fixní podíl nákladových úroků a průměrného stavu bankovních úvěrů, ale tato varianta je vhodná převážně pro externí uživatele, kteří nemají dostatečné informace. Pro stanovení nákladů cizího kapitálu lze použít i postup založený na tržních datech. Náklady se pak stanoví dle vzorce:

$$r_{CK} = r_f + RP, \quad (2.33)$$

kde  $r_{CK}$  jsou náklady cizího kapitálu,  $r_f$  je bezriziková výnosová míra a  $RP$  je riziková přírážka pro cizí kapitál stanovená podle ratingu dluhu obchodního závodu. Bezrizikovou sazbu lze stanovit na úrovni výnosnosti státních dluhopisů. Rating dluhu lze zjistit tak, že podle ukazatele úrokového krytí je obchodní závod zařazen do ratingové kategorie, které náleží doporučená výše rizikové přírážky. Ukazatel úrokového krytí se vypočte dle vzorce (2.16).

---

<sup>11</sup> Zkratka vychází z anglického výrazu Weighted Average Cost of Capital. Jedná se o vážený aritmetický průměr nákladů na jednotlivé druhy kapitálu a váhami jsou podíly vlastního, resp. cizího kapitálu na celkovém kapitálu obchodního závodu.

### 2.3.2 Náklady na vlastní kapitál

Vlastní kapitál je pro obchodní závod dražší, a proto jsou i náklady na tento kapitál vyšší, než náklady na cizí kapitál. Důvodem je především riziko, které vlastník podstupuje při vkládání prostředků do podnikání. Tyto náklady lze určit pomocí různých metod, kterými jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv CAPM,
- arbitrážní model oceňování APM,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely,

ale v textu budou dále popsány jen dva modely stanovení nákladů vlastního kapitálu, a to model CAPM a stavebnicový model, které budou použity v praktické části.

#### a) Model oceňování kapitálových aktiv

Model oceňování kapitálových aktiv CAPM<sup>12</sup> je považován za základní model pro odhad nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích. Tento model patří mezi tržní přístupy pro stanovení nákladů na vlastní kapitál. „Jedná se o rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv, přičemž rovnováha je dána tím, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný,“ jak tvrdí Dluhošová (2010, s. 121). Střední hodnota výnosu vlastního kapitálu se vypočte dle vzorce:

$$E(r_{VK}) = r_f + \beta_{VK} \cdot [E(r_m) - r_f] \quad (2.34)$$

kde  $E(r_{VK})$  je střední hodnota výnosu vlastního kapitálu,  $r_f$  je bezrizikový výnos,  $\beta_{VK}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia a  $E(r_m)$  je očekávaný výnos tržního portfolia. Vždy je nutné nejprve zjistit koeficient beta pro nezadlužený obchodní závod  $\beta_N$  a následně vypočítat koeficient beta pro zadlužený obchodní závod  $\beta_Z$  dle vzorce:

$$\beta_Z = \beta_N \cdot \left[ 1 + (1 - d) \cdot \frac{CK}{VK} \right], \quad (2.35)$$

kde  $\beta_Z$  je beta koeficient zadlužené společnosti,  $\beta_N$  je beta koeficient nezadlužené společnosti,  $d$  je sazba daně z příjmů právnických osob,  $CK$  je úročený cizí kapitál a  $VK$  je vlastní kapitál.

---

<sup>12</sup> Zkratka vychází z anglického výrazu Capital Asset Pricing Model.

### ***b) Stavebnicový model***

„Stavebnicové modely se využívají pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, kde nelze všeobecně použít model CAPM a arbitrážní model,<sup>13</sup> viz Dluhošová (2010, s. 123). Odhad nákladů vlastního kapitálu nezadluženého obchodního závodu  $r_{VK}^N$  se dle stavebnicového modelu vypočte jako:

$$r_{VK}^N = r_f + RP_{\text{PODNIKATELSKÉ}} + RP_{\text{FINSTAB}} + RP_{\text{VELIKOST}}, \quad (2.36)$$

kde  $RP_{\text{PODNIKATELSKÉ}}$  je riziková přírážka za podnikatelské riziko,  $RP_{\text{FINSTAB}}$  je riziková přírážka vyplývající z finanční stability a  $RP_{\text{VELIKOST}}$  je riziková přírážka za velikost obchodního závodu.

**Stanovení rizikové přírážky za podnikatelské riziko  $RP_{\text{PODNIKATELSKÉ}}$**  se provádí dle ukazatele ROA, viz vzorec (2.8). Tento ukazatel se porovnává s ukazatelem  $X1$ , který vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem a vypočte se jako:

$$X1 = \frac{\dot{U}Z}{A} \cdot \dot{U}M. \quad (2.37)$$

Pokud  $ROA > X1$ , tak  $RP_{\text{PODNIKATELSKÉ}} = \min RP_{\text{PODNIKATELSKÉ}}$  odvětví. Pokud  $ROA < 0$ , pak  $RP_{\text{PODNIKATELSKÉ}} = 10 \%$ . Pokud  $0 \leq ROA \leq X1$ , pak se použije vzorec:

$$RP_{\text{PODNIKATELSKÉ}} = \left( \frac{X1 - \frac{EBIT}{A}}{X1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.38)$$

**Stanovení rizikové přírážky za riziko vyplývající z finanční stability  $RP_{\text{FINSTAB}}$**  je prováděno pomocí ukazatele celkové likvidity, který byl blíže popsán již v kapitole 2.2.3 týkající se finanční analýzy, viz vzorec (2.17). Tento ukazatel se porovnává s mezními hodnotami likvidity a pro rok 2008 byly doporučené hodnoty:  $XL1 = 1$ ,  $XL2 = 2,5$ . Pokud je celková likvidita  $\leq XL1$ , pak  $RP_{\text{FINSTAB}} = 10 \%$ . Pokud je celková likvidita  $\geq XL2$ , pak  $RP_{\text{FINSTAB}} = 0 \%$ . Pokud platí, že  $XL1 < \text{celková likvidita} < XL2$ , pak se riziková přírážka vypočte dle vzorce:

---

<sup>13</sup> Arbitrážní model patří stejně jako model CAPM mezi tržní přístupy, avšak na rozdíl od modelu CAPM se jedná o vícefaktorový model (pracuje s větším počtem rizikových faktorů, jak mikroekonomických, tak makroekonomických). Zkratka pochází z anglického výrazu Arbitrage Pricing Model.

$$RP_{\text{FINSTAB}} = \left( \frac{XL2 - \text{celková likvidita}}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.39)$$

**Stanovení rizikové přírážky za velikost společnosti  $RP_{\text{VELIKOST}}$**  se provádí dle velikosti úplatných zdrojů ÚZ, které se vypočtou jako:

$$\dot{U}Z = VK + B\dot{U} + OBL, \quad (2.40)$$

kde VK je vlastní kapitál, BÚ jsou bankovní úvěry a OBL jsou obligace. Pokud jsou  $\dot{U}Z \geq 3$  mld. Kč, tak  $RP_{\text{VELIKOST}} = 0 \%$ . Pokud jsou  $\dot{U}Z \leq 0,1$  mld. Kč, tak  $RP_{\text{VELIKOST}} = 5 \%$ . Pokud jsou  $\dot{U}Z > 0,1$  mld. Kč a zároveň  $\dot{U}Z < 3$  mld. Kč, použije se vzorec:

$$RP_{\text{VELIKOST}} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - \dot{U}Z)^2}{168,2}. \quad (2.41)$$

Náklady vlastního kapitálu zadluženého obchodního závodu  $r_{VK}^Z$  se vypočtou dle vzorce:

$$r_{VK}^Z = \frac{r_{VK}^N \cdot \frac{\dot{U}Z}{A} - \frac{\dot{C}Z}{HZ} \cdot \dot{U}M \cdot \left( \frac{\dot{U}Z}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.42)$$

kde ÚZ jsou úplatné zdroje, A jsou aktiva, ČZ je čistý zisk, HZ je hrubý zisk, ÚM je úroková míra a VK je vlastní kapitál. Pomocí přírážek lze náklady na vlastní kapitál stanovit dle vzorce:

$$r_{VK}^Z = r_{VK}^N + RP_{\text{FINSTR}} = r_f + RP_{\text{PODNIKATELSKÉ}} + RP_{\text{FINSTAB}} + RP_{\text{VELIKOST}} + RP_{\text{FINSTR}}. \quad (2.43)$$

kde  $RP_{\text{FINSTR}}$  je riziková přírážka za zadluženost, která se vypočte dle následujícího vzorce:

$$RP_{\text{FINSTR}} = r_{VK}^Z - r_{VK}^N. \quad (2.44)$$

## 2.4 Metody oceňování

Existuje celá řada metod pro ocenění obchodního závodu. Základní rozdělení je na *metody podle konceptu ocenění* a na *metody ocenění za rizika*. Metody oceňování za rizika lze dále rozdělit na aktivní a pasivní. Pokud se předpokládají aktivní zásahy managementu, jedná se o metody aktivní, mezi které patří například metodologie reálných opcí. Pokud se uvažuje pasivní přístup managementu, jedná se o metody pasivní (metoda

jistotních ekvivalentů a metoda upraveného nákladu kapitálu). Metody podle konceptu ocenění se dále dělí na metody výnosové, majetkové, kombinované a komparativní.

### **2.4.1 Výnosové metody**

„Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným užitekem pro jeho držitele. U hospodářských statků, ke kterým patří i podnik, jsou tímto užitekem očekávané výnosy,“ jak tvrdí Mařík (2011, s. 163). Výnosové metody patří k metodám, které jsou založeny na odhadu hodnoty obchodního závodu na základě současné hodnoty budoucích očekávaných užiteků (zisk, finanční toky, dividendy). „Hodnota u těchto metod závisí především na definici budoucích výnosů, volbě časového horizontu a stanovení nákladu kapitálu“ Dluhošová (2010, s. 175). Do této skupiny metod se řadí metody diskontovaných peněžních toků, metody kapitalizovaných zisků a metoda EVA.<sup>14</sup>

#### ***a) Metody diskontovaných peněžních toků***

Metody diskontovaných peněžních toků DCF<sup>15</sup> jsou rozšířeny především v USA a Velké Británii, ale postupně pronikají i do Evropy. Tyto metody vycházejí z očekávaných volných peněžních toků plynoucích obchodnímu závodu a jsou postaveny především na třech prvcích:

- peněžní toky (FCF),<sup>16</sup>
- diskontní míra,
- výsledná hodnota (vlastní kapitál, celkový kapitál).

Do této skupiny metod lze zařadit 4 metody, jež se od sebe liší podle toho, zda je oceňován celkový nebo pouze vlastní kapitál, jak jsou definovány finanční toky a jaký je náklad kapitálu. Patří zde metoda DCF Entity, metoda DCF Equity, metoda DCF APV a metoda DDM. Dluhošová (2010) tvrdí, že nejčastěji využívanými metodami jsou metody DCF Entity a DCF Equity. Detailněji bude popsána pouze metoda DCF Entity, která bude dále aplikována v praktické části diplomové práce, a ostatní metody budou definovány jen okrajově.

U metod DCF je důležité to, jak stanovovat fáze životnosti obchodního závodu, pro které bude odhadována hodnota a zvláště důležitý je odhad délky první fáze, který lze stanovit:

---

<sup>14</sup> Zkratka pochází z anglického výrazu Economic Value Added (ekonomická přidaná hodnota).

<sup>15</sup> Zkratka pochází z anglického výrazu Discounted Cash Flow (diskontované peněžní toky).

<sup>16</sup> Zkratka pochází z anglického výrazu Free Cash Flow (volný peněžní tok).

- odvozením od délky, na kterou se sestavuje finanční plán (obvykle 3 až 5 let),
- odvozením v závislosti na období, kdy obchodní závod tvoří ekonomickou přidanou hodnotu,
- odvozením v závislosti na životnosti obchodního závodu,
- odvozením podle toho, kdy obchodní závod dosáhl určité stabilizace.

### **Metoda DCF Entity**

Metodou DCF Entity je oceňován celkový kapitál podniku. Podíl cizích zdrojů není zohledněn ve finančních tocích, ale v nákladech celkového kapitálu WACC. Problémem u této metody může být to, že když se mění v čase kapitálová struktura, pak se musí průběžně přepočítávat WACC v jednotlivých fázích a hledá se cílová kapitálová struktura. Základní vzorec pro volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele je:

$$FCFF_t = EAT_t + i_t \cdot (1 - d_t) + odpisy_t - \Delta \check{CPK}_t - investice_t, \quad (2.45)$$

kde  $FCFF_t$ <sup>17</sup> jsou volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele,  $i_t$  jsou placené úroky,  $d_t$  je sazba daně z příjmů právnických osob, a  $\Delta \check{CPK}_t$  je změna čistého pracovního kapitálu. Hodnota obchodního závodu se pak stanoví podle dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků jako:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.46)$$

kde  $V$  je celková hodnota obchodního závodu,  $V_1$  je hodnota obchodního závodu spojená s první fází a  $V_2$  je hodnota obchodního závodu pro druhou fázi. Hodnota první fáze se stanoví:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)}, \quad (2.47)$$

kde  $FCFF_t$  jsou celkové volné peněžní toky v roce  $t$  a  $WACC_i$  je vážený průměr celkových nákladů kapitálu v jednotlivých letech první fáze. Hodnota druhé fáze se stanoví jako:

$$V_2 = \frac{PH}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}, \quad (2.48)$$

---

<sup>17</sup> Zkratka pochází z anglického výrazu Free Cash Flow to the Firm.



kde  $PH$  je pokračující hodnota,<sup>18</sup> která představuje hodnotu obchodního závodu pro druhou fázi a obsahuje období od počátku druhé fáze do nekonečna. Pokračující hodnota se vypočte za předpokladu konstantních peněžních toků ve druhé fázi jako:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1}}, \quad (2.49)$$

kde  $FCFF_{T+1}$  jsou volné peněžní toky na začátku druhé fáze a  $WACC_{T+1}$  je vážený průměr celkových nákladů kapitálu pro druhou fázi. Za předpokladu konstantního růstu volných peněžních toků pak lze pokračující hodnotu vyjádřit takto:

$$PH = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC_{T+1} - g}, \quad (2.50)$$

kde  $g$  představuje tempo růstu volných peněžních toků. Na základě výše zmíněných vztahů lze odvodit konečnou podobu vzorce pro výpočet celkové hodnoty obchodního závodu ke dni ocenění:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{FCFF_{T+1}}{(WACC_{T+1} - g) \cdot \prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}. \quad (2.51)$$

### **Metoda DCF Equity**

Metodou DCF Equity je oceňován pouze vlastní kapitál obchodního závodu, a tudíž i volné peněžní toky se vztahují pouze k vlastnímu kapitálu. Metoda se používá u společností s ustálenou finanční pákou, tedy tam, kde je stabilní míra zadlužení a také v případech, kdy jsou známy detailní informace o velikosti dluhu a splátkových režimech. Volné peněžní toky jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu. Výsledná hodnota obchodního závodu představuje hodnotu připadající vlastníkům. Výsledná hodnota obchodního závodu se prostřednictvím dvoufázové metody a za předpokladu konstantních nákladů na vlastní kapitál pro první a druhou fázi vypočte jako:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + r_{VK1})^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(r_{VK2} - g) \cdot (1 + r_{VK1})^T}, \quad (2.52)$$

kde  $r_{VK1}$  jsou náklady vlastního kapitálu pro první fázi a  $r_{VK2}$  jsou náklady vlastního kapitálu pro druhou fázi,  $g$  je tempo růstu volných peněžních toků a  $FCFE_t$ <sup>19</sup> jsou volné peněžní toky

<sup>18</sup> V literatuře bývá nazývána též jako reziduální hodnota nebo terminální či konečná hodnota.

<sup>19</sup> Zkratka pochází z anglického výrazu Free Cash Flow to Equity.

pro vlastníky v roce  $t$  první fáze a  $FCFE_{T+1}$  jsou volné peněžní toky pro vlastníky ve druhé fázi.

### **Metoda DCF APV**

Metoda DCF APV,<sup>20</sup> sloužící k ocenění celkového kapitálu obchodního závodu, bere v potaz finanční toky nezadlužené společnosti, které jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené společnosti. Výsledkem je hodnota nezadluženého obchodního závodu. Hodnotu zadlužené společnosti lze zjistit tak, že se k hodnotě nezadluženého obchodního závodu přičte současná hodnota daňového štítu. Hodnota obchodního závodu se jako perpetuita<sup>21</sup> vypočte:

$$V = \frac{FCFE_N}{r_N} + \frac{TS}{r_{CK}}, \quad (2.53)$$

kde  $FCFE_N$  jsou volné peněžní toky nezadlužené firmy,  $r_N$  jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy,  $TS$  je daňový štít a  $r_{CK}$  jsou náklady dluhu.

### **Metoda DDM**

Pomocí metody DDM<sup>22</sup> - diskontního dividendového modelu, se oceňuje opět pouze vlastní kapitál obchodního závodu. Volné peněžní toky pro vlastníky představují dividendy.<sup>23</sup> Používá se u společností, které dosahují zisku a stabilně vyplácí dividendy. Hodnota obchodního závodu se vypočte:

$$V = \frac{\text{dividenda}}{r_{VK}} \text{ nebo } \frac{\text{dividenda}}{r_{VK} - g}, \quad (2.54)$$

kde dividenda je chápána v běžném období a  $g$  je očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

### **b) Metody kapitalizovaných zisků**

Tato metoda je postavena na základě současné hodnoty budoucích zisků. Zisky se stanovují z historických dat, a to z rozvahy a z výkazu zisku a ztráty za období 3 až 5 let. „Klíčovým údajem je tzv. trvale udržitelný zisk, to je účetní zisk, který je podroben řadě korekcí, jako například úpravě odpisů o reálné opotřebení, vyloučení mimořádných výnosů

<sup>20</sup> Zkratka pochází z anglického výrazu Adjusted Present Value (upravená současná hodnota).

<sup>21</sup> Perpetuitou se rozumí peněžní částka, která je vyplácena pravidelně ve stejných časových intervalech po nekonečně dlouhou dobu a ve stejné výši.

<sup>22</sup> Zkratka pochází z anglického výrazu Dividend Discount Model.

<sup>23</sup> Dividenda je výnos vyplácený emitentem akcie (akciíovou společností) do rukou akcionáře, který cenné papíry držel v tzv. rozhodný den pro výplatu dividendy.

a nákladů přechodného charakteru, vyloučení výnosů a nákladů, které nesouvisejí s hlavní činností podniku, průměrování nepravidelných výnosů, vyloučení skrytých rezerv, úpravě o metodické změny atd.“ Dluhošová (2010, s. 178).

### c) Metoda EVA

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty lze použít nejen jako nástroj finanční analýzy, ale i jako nástroj pro ocenění obchodního závodu. „Základním principem ekonomické přidané hodnoty je, že měří ekonomický zisk. Ekonomického zisku v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál“ Mařík (2011, s. 283). Ukazatel ekonomická přidaná hodnota na bázi provozního zisku se vypočte dle vzorce:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \cdot C_{t-1}, \quad (2.55)$$

kde  $NOPAT_t$  je čistý provozní zisk po zdanění v roce  $t$ ,  $WACC_t$  je vážený průměr celkových nákladů kapitálu v čase  $t$  a  $C_{t-1}$  je provozně nutný investovaný kapitál v předchozím roce. Čistý provozní zisk po zdanění  $NOPAT^{24}$  se vypočte dle vzorce:

$$NOPAT = VHPČ - \text{daň}, \quad (2.56)$$

kde VHPČ je výsledek hospodaření z provozní činnosti. NOPAT lze dále upravovat o mnoho dalších položek, jako jsou například odpisy goodwillu, leasingové platby, neobvyklé zisky a ztráty apod. Provozně nutný investovaný kapitál  $C$  se pak vypočte dle vzorce:

$$C = DM + \text{ČPK}, \quad (2.57)$$

kde  $DM$  je provozně nutný dlouhodobý majetek a  $\text{ČPK}$  je provozně nutný čistý pracovní kapitál. Podobně jako u metod diskontovaných peněžních toků lze používat varianty ocenění pomocí EVA Entity, EVA Equity a EVA APV. V této diplomové práci bude v praktické části aplikována dvoufázová metoda EVA Entity a podle dvoufázové metody ekonomické přidané hodnoty se tržní přidaná hodnota obchodního závodu  $MVA^{25}$  vypočte jako:

$$MVA = MVA_1 + MVA_2, \quad (2.58)$$

kde  $MVA_1$  je tržní přidaná hodnota první fáze a  $MVA_2$  je tržní přidaná hodnota druhé fáze. Tržní přidaná hodnota první fáze  $MVA_1$  se vypočte dle vzorce:

<sup>24</sup> Zkratka pochází z anglického výrazu Net Operating Profit After Taxes (čistý operativní zisk po zdanění).

<sup>25</sup> Zkratka pochází z anglického výrazu Market Value Added. Tržní přidaná hodnota představuje současnou hodnotu všech budoucích EVA.

$$MVA_1 = \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)}, \quad (2.59)$$

kde  $EVA_t$  je ekonomická přidaná hodnota v roce  $t$  a  $WACC_i$  je vážený průměr celkových nákladů kapitálu pro jednotlivé roky první fáze. Tržní přidaná hodnota druhé fáze  $MVA_2$  se stanoví jako:

$$MVA_2 = \frac{PH}{\prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}, \quad (2.60)$$

kde  $PH$  je pokračující hodnota, která se vypočte za předpokladu konstantního tempa růstu ekonomické přidané hodnoty ve druhé fázi jako:

$$PH = \frac{EVA_{T+1}}{WACC_{T+1} - g}, \quad (2.61)$$

kde  $WACC_{T+1}$  je vážený průměr celkových nákladů kapitálu pro druhou fázi a  $g$  je tempo růstu ekonomické přidané hodnoty. Hodnota obchodního závodu  $V$  se pak vypočte jako:

$$V = C_0 + MVA, \quad (2.62)$$

kde  $C_0$  je provozně nutný investovaný kapitál k datu ocenění. Na základě výše zmíněných vztahů lze odvodit konečnou podobu vzorce pro výpočet celkové hodnoty obchodního závodu ke dni ocenění:

$$V = C_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{EVA_{T+1}}{(WACC_{T+1} - g) \cdot \prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}. \quad (2.63)$$

## 2.4.2 Majetkové metody

„Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků. Velikost majetkového ocenění je tak dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění“ Mařík (2011, s. 321). Do této skupiny metod oceňování patří účetní metoda, substanční metoda a metoda likvidační hodnoty.

#### ***a) Účetní hodnota***

Účetní metoda vychází z veličin, které jsou obsaženy v rozvaze, a je odvozena od historických cen, to znamená, že základním předpokladem je to, za kolik byl majetek skutečně pořízen. Účetní metoda slouží jen jako doplněk pro ostatní metody. Výhodou je sice dostupnost vstupních dat, ale nevýhoda spočívá v přesnosti. Při použití této metody se nejprve ocení jednotlivé složky aktiv a jejich ceny se sečtou. Od této hodnoty je pak odečtena hodnota dluhů a závazků a výsledkem je hodnota vlastního kapitálu.

#### ***b) Substanční metoda***

Substanční metoda dává oceňovateli odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování obchodního závodu. Tato metoda je postavena na tzv. reprodukčních pořizovacích cenách<sup>26</sup> aktiv, snížených o reálné ocenění závazků a dluhů. Výhodou této metody je zohlednění tržních podmínek (bere v potaz reprodukční pořizovací ceny). Nevýhodou je, že nebere v úvahu hodnotu goodwill. Předpokladem pro substanční metodu je trvalá existence obchodního závodu.

#### ***c) Metoda likvidační hodnoty***

„Likvidační hodnota je zjišťována za předpokladu, že majetek podniku bude určitým způsobem rozdělen, rozprodán, případně zlikvidován. Z určitého úhlu pohledu může být ocenění likvidační hodnotou označeno i za metodu výnosovou, neboť hodnota podniku bude dána předpokládanými příjmy z likvidace“ Mařík (2011, s. 322). Likvidační hodnota je zjišťována jako rozdíl mezi příjmy z odprodeje nebo likvidace jednotlivých aktiv a výdaji na vyrovnaní dluhů, na úhradu nákladů na likvidaci apod.

### **2.4.3 Kombinované metody**

U kombinovaných metod dochází k průměrování hodnot, které byly vypočteny výše uvedenými metodami. Nejčastěji se využívá kombinace ocenění výnosového a substančního. V praxi se tato metoda používá nejčastěji, protože obě tyto metody přinesou odlišné výsledky a kombinovaná metoda hodnoty zprůměruje. Výhodou je, že tato metoda částečně odstraňuje nedostatky substanční i výnosové metody.

---

<sup>26</sup> Dle Zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, § 25, odst. 5, písm. b je reprodukční pořizovací cenou cena, za kterou by byl majetek pořízen v době, kdy se o něm účtuje.

#### 2.4.4 Komparativní metody

Tyto metody jsou založeny na odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných obchodních závodů. Jsou používány především u těch společností, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích. Důležitou roli u těchto metod hraje určení multiplikátorů, pomocí kterých jsou zohledňovány rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného obchodního závodu a porovnávaných obchodních závodů.

#### 2.5 Analýza citlivosti

Analýza citlivosti by měla být nedílnou součástí procesu oceňování obchodního závodu, protože výpočty vycházejí z předpokladů, které se však mohou v reálném čase měnit. Analýza citlivosti představuje proces, kdy je zjišťována citlivost hodnoty oceňovaného obchodního závodu na změnu faktorů, které na tuto hodnotu působí.

Citlivostní analýzu lze definovat jako relativní změnu hodnoty oceňovaného obchodního závodu při relativní změně hodnoty určitého faktoru, zatímco ostatní faktory zůstanou nezměněny.<sup>27</sup> Při zjišťování citlivosti hodnoty společnosti mohou být za faktory považovány vstupní parametry ocenění, kterými jsou při výnosovém ocenění zisk před úroky a zdaněním, odpisy, investice, změna ČPK, náklady kapitálu apod.

„Výstupem citlivostních analýz mohou být podle zvoleného přístupu vztahy, tabulky hodnot, popřípadě grafy ukazující závislost kritéria na vstupních parametrech“ Kislingerová (2010, s. 373). Obecně se jednofaktorová citlivost hodnoty na jednotlivé faktory vypočte jako přírůstek takto:

$$\Delta V_{\alpha}^{faktor} = V_{1+\alpha}^{faktor} - V, \quad (2.64)$$

kde  $\Delta V_{\alpha}^{faktor}$  vyjadřuje absolutní přírůstek hodnoty obchodního závodu  $V$  vlivem změny jednoho faktoru, při ostatních faktorech nezměněných a  $V_{1+\alpha}^{faktor}$  vyjadřuje novou hodnotu obchodního závodu při změně daného faktoru, ceteris paribus. Pro zjištění citlivosti hodnoty obchodního závodu na změnu volných peněžních toků  $FCFF_t$  lze použít vzorec:

$$\Delta V_{\alpha}^{FCFF} = \alpha \cdot \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \alpha \cdot \frac{FCFF_{T+1}}{(WACC_{T+1} - g) \cdot \prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}, \quad (2.65)$$

<sup>27</sup> V ekonomické teorii se tento předpoklad nazývá ceteris paribus (výraz pochází z latiny a v překladu znamená „za jinak nezměněných podmínek“).

kde  $\alpha$  je parametr, který vyjadřuje změnu faktoru o určité procento a  $\alpha = 1\%, 4\%, 6\%, 8\%, 10\%$ . Pro zjištění citlivosti hodnoty obchodního závodu na změnu ekonomické přidané hodnoty lze použít vzorec:

$$\Delta V_{\alpha}^{EVA} = \alpha \cdot \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \alpha \cdot \frac{EVA_{T+1}}{(WACC_{T+1} - g) \cdot \prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)}. \quad (2.66)$$

V případě výpočtu citlivosti hodnoty obchodního závodu například na změnu investic se použije vzorec:

$$\Delta V_{\alpha}^{INV} = -\alpha \cdot \left[ \sum_{t=1}^T \frac{INV_t}{\prod_{i=1}^t (1 + WACC_i)} + \frac{INV_{T+1}}{(WACC_{T+1} - g) \cdot \prod_{i=1}^T (1 + WACC_i)} \right]. \quad (2.67)$$

### 3 STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA

V první části této kapitoly bude charakterizován obchodní závod z hlediska jeho historie, předmětu činnosti, vlastnictví, odběratelů apod. Druhá část kapitoly bude věnována strategické analýze, jejímž výsledkem je prognóza tržeb. Následně bude provedena finanční analýza a posledním krokem bude sestavení finančního plánu, který z předchozích dvou analýz vychází.

#### 3.1 Základní charakteristika obchodního závodu Vítkovické slévárny

Společnost Vítkovické slévárny, s. r. o. (dále jen VS) vznikla 1. 12. 1994 a její původní název byl Slévárna barevných kovů, s. r. o. V roce 2003 došlo k fúzi sloučením se společností Vítkovické slévárny, s. r. o., která vznikla 1. 1. 1997, přičemž nástupnickou společností se stala Slévárna barevných kovů, s. r. o. Dne 5. 8. 2004 došlo ke změně názvu společnosti na Vítkovické slévárny, s. r. o. a ke změně sídla na nynější adresu. V Tab. 3.1 jsou uvedeny základní informace o obchodním závodě.

Vítkovické slévárny se zaměřují na slévářenskou činnost s orientací na výrobu odstředivě a stacionárně litých válců určených pro zařízení na válcování kovů a na výrobu širokého spektra tvarových odlitků z oceli. Součástí výrobního programu je také výroba modelů, avšak tato tvoří pouze malou část prodeje. Společnost je rozdělena do tří divizí a těmi jsou divize Slévárna válců, divize Slévárna odlitků a divize Modelárna. V obchodním závodě pracuje v současné době 387 zaměstnanců.

V současné době musí společnost překonávat pokračující recesi v hutním průmyslu, ale také stagnaci v lodním průmyslu. Propad poptávky, trvalý tlak na snižování cen a zpříšňování kvalitativních požadavků negativně ovlivňuje rentabilitu výroby. Na tyto problémy vedení společnosti reaguje vytvářením dlouhodobých strategií, které zahrnují každoroční investování do nákupu nových technologií a do výzkumu a vývoje.

Obchodní závod prosazuje ekologická i energetická opatření s cílem snižovat dopad na životní prostředí. Snaží se o zavádění opatření, která povedou ke zvýšení výkonnosti, k posílení konkurenceschopnosti a k upevnění spolupráce s obchodními partnery.

Dne 21. května 2013 se staly Vítkovické slévárny vlastníkem 100% podílu společnosti Inproma, s. r. o., která se zabývá strojírenskou výrobou zaměřenou zejména na odvětví textilního strojírenství a automobilový průmysl. Cílem akvizice majetkových podílů byl přechod na strojírensko – slévářenskou společnost.



Mezi velkého odběratele Vítkovických sléváren patří České dráhy, a. s., pro které VS vyrábí skříně převodovek a části podvozků pro železniční kolejová vozidla. Dalším velkým odběratelem je společnost Anadolu Metalurji, s níž VS spolupracují v oblasti dodávek válců na turecký trh už od roku 1994. Dalším odběratelem je například italská firma Nuovo Pignone, která se zabývá výrobou parních a plynových turbín a čerpadel. V současné době VS jednají o spolupráci se společností Sun Trading Company v Indii.

*Tab. 3.1 Základní informace o obchodním závodu*

<b>Název společnosti</b>	<b>Vítkovické slévárny, s. r. o.</b>
<b>IČO</b>	62304992
<b>Sídlo</b>	Halasova 2904/1, 706 02 Ostrava - Vítkovice
<b>Předmět podnikání</b>	Slévání železných i neželezných obecných kovů
	Kovoobrábění
	Zámečnictví
	Povrchová úprava a zušlechťování kovů
<b>Základní kapitál</b>	180 000 000 Kč
<b>CZ-NACE</b>	2452 Výroba odlitků z oceli (OKEČ 2752)

*Zdroj: Výroční zpráva společnosti Vítkovické slévárny, s. r. o.*

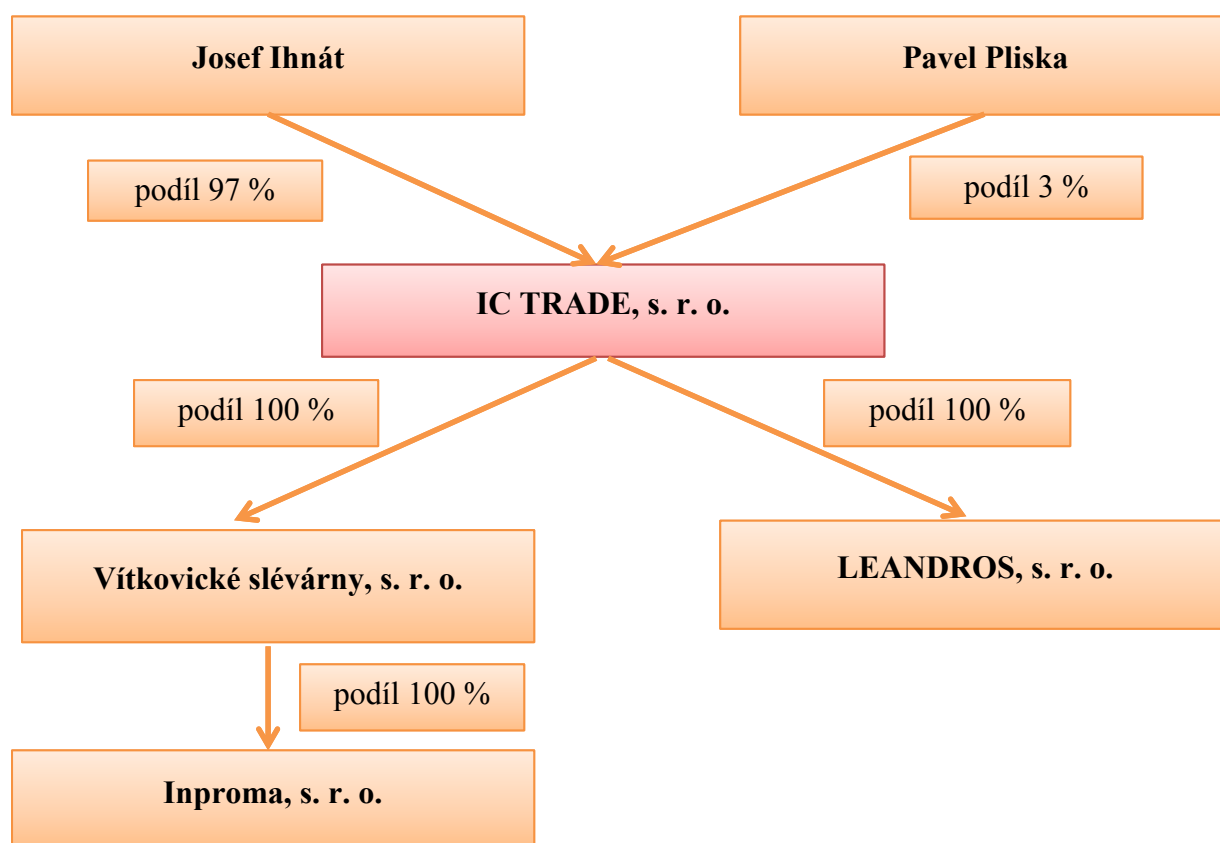
Ovládající osoba IC TRADE, s. r. o. vznikla v roce 2006 a předmětem činnosti je podnikání v oblasti nakládání s odpady (mimo nebezpečné odpady) a koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje. Společnost má obchodní podíl ve společnosti Vítkovické slévárny, s. r. o. a ve společnosti LEANDROS, s. r. o. Strukturu konsolidačního celku lze vidět v Obr. 3.1.

Společnost LEANDROS nemá žádné další kapitálové účasti v jiných obchodních závodech. Společnost LEANDROS se zabývá stejným předmětem činnosti jako ovládající osoba. Vítkovické slévárny nakupují od ovládající osoby materiál, zboží a služby.<sup>28</sup> Společnost LEANDROS nakupuje materiál, zboží a služby od oceňované společnosti.<sup>29</sup>

<sup>28</sup> V roce 2012 v celkové hodnotě 259 011 tis. Kč, což činí zhruba 33 % celkových nákupů materiálu, zboží a služeb společností VS.

<sup>29</sup> V roce 2012 v celkové hodnotě 7 tis. Kč, což činí 0,0007 % celkových prodejů materiálu, zboží a služeb společností VS.

Obr. 3.1 Struktura konsolidačního celku



Zdroj: Výroční zpráva společnosti IC TRADE, s. r. o. a výroční zpráva společnosti VS, s. r. o.

## 3.2 Strategická analýza

Strategická analýza je klíčovou fází procesu oceňování firmy. Cílem je vymezení celkového výnosového potenciálu, který je závislý na vnějším a vnitřním potenciálu, kterým obchodní závod disponuje. Strategická analýza se skládá ze tří dílčích částí, kterými jsou *analýza vnějšího potenciálu*, *analýza vnitřního potenciálu* a *prognóza tržeb podniku*, viz Mařík (2011).

### 3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

Podstatou analýzy vnějšího potenciálu je určení, analýza a prognóza vývoje relevantního trhu. Vnější potenciál se rozumí šance a rizika relevantního trhu, na kterém oceňovaný obchodní závod působí. Výsledky zmíněné analýzy jsou podkladem pro další část strategické analýzy, a to pro analýzu vnitřního potenciálu.

Analýza vnějšího potenciálu zahrnuje tři dílčí části. Prvním krokem je zjištění základních dat o trhu a podstatou je vymezení relevantního trhu, na kterém obchodní závod působí. Druhá část je zaměřena na analýzu atraktivity trhu, v rámci které se hodnotí hlavní

faktory, které ovlivňují daný relevantní trh. Výsledkem analýzy vnějšího potenciálu je pak prognóza vývoje trhu, kdy se na základě předpokládaného vývoje makroekonomických veličin odhadne i vývoj velikosti relevantního trhu.

#### **a) Základní data o trhu**

K vymezení relevantního trhu je nutné určit těžiště činnosti, kterým je v případě oceňovaného obchodního závodu slévárenská činnost a výroba tvarových odlitků z oceli, litin a ze slitin mědi. Dle klasifikace CZ-NACE lze hlavní předmět činnosti klasifikovat jako *Výrobu odlitků z oceli* pod číslem 2452 (OKEČ 2752).

Z hlediska území lze trh vymežit převážně jako trh České republiky. Zákazníky závodu jsou zejména obchodní závody, poptávající výrobky hutního průmyslu a obchodní závody působící v oblasti lodního průmyslu.

K odhadu velikosti relevantního trhu lze použít Analytické materiály a statistiky, zveřejňované každoročně Ministerstvem průmyslu a obchodu.<sup>30</sup> Podle klasifikace CZ-NACE jsou pro jednotlivé kategorie činností vypočteny vybrané položky výkazu zisku a ztráty za celý trh. V tomto případě bylo využito součtu tržeb za prodej vlastních výrobků, služeb a zboží u kategorie 24 – Výroba základních kovů, hutní zpracování kovů a slévárenství. Vývoj tržeb v odvětví od roku 2001 do roku 2012 je obsažen v Tab. 3.2.

*Tab. 3.2 Velikost relevantního trhu v tis. Kč*

<b>Rok</b>	<b>Velikost relevantního trhu</b>
<b>2001</b>	136 718 647
<b>2002</b>	122 786 140
<b>2003</b>	124 125 250
<b>2004</b>	196 609 574
<b>2005</b>	199 357 105
<b>2006</b>	204 285 854
<b>2007</b>	175 066 631
<b>2008</b>	208 609 580
<b>2009</b>	128 811 949
<b>2010</b>	150 147 456
<b>2011</b>	176 305 060
<b>2012</b>	173 287 987

*Zdroj: MPO (2014)*

<sup>30</sup> Zdroj: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>. Finanční analýzy podnikové sféry, průmyslu a stavebnictví.

Z Tab. 3.2 vyplývá, že v roce 2012 byla velikost relevantního trhu, který je vymezen územím České republiky, ve výši 173 288 mil. Kč. Druhým způsobem, jak odhadnout velikost trhu, je sečtení tržeb všech obchodních závodů, které působí na daném relevantním trhu. Tento způsob nebyl využit, protože je obtížné získat informace o tržbách všech obchodních závodů relevantního trhu.

#### **b) Analýza atraktivity trhu**

Pro provedení analýzy atraktivity trhu je nutné vymezit hlavní faktory, které působí na výše uvedený relevantní trh. Jedná se především o faktory, které souvisí s poptávkou a možnostmi prodeje. Tato analýza přispívá k jednodušší identifikaci příležitostí a rizik spojených s daným trhem. Výsledky slouží částečně k prognóze relevantního trhu a částečně k prognóze tržního podílu oceňovaného obchodního závodu.

V Tab. 3.3 lze vidět výsledky zkoumané atraktivity trhu. Nejprve se určí váhy jednotlivých kritérií a následně jsou kritéria bodově ohodnocena, viz Mařík (2011). Tyto dva kroky byly provedeny na základě subjektivního názoru zaměstnance závodu. Bodová škála byla stanovena od jedné do pěti, kdy jedna představuje nejhorší hodnocení kritéria a pět představuje nejlepší hodnocení kritéria.

*Tab. 3.3 Bodové hodnocení kritérií atraktivity*

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity					Váha x Body
		1	2	3	4	5	
<b>Velikost trhu</b>	4		x				8
<b>Růst trhu</b>	3			x			9
<b>Intenzita konkurence</b>	3			x			9
<b>Průměrná rentabilita</b>	2			x			6
<b>Bariéry vstupu</b>	2				x		8
<b>Možnost substituce</b>	1			x			3
<b>Citlivost na recesi</b>	4		x				8
<b>Struktura zákazníků</b>	3			x			9
<b>Celkem</b>	22						60
<b>Maximální počet bodů</b>	<b>110 bodů</b>						
<b>Dosažené hodnocení</b>	<b>54,5 %</b>						

*Zdroj: Interní informace závodu*

Atraktivita trhu byla vypočtena dle vzorce (2.1) a lze ji zhodnotit jako **mírně podprůměrnou**, protože průměrné hodnocení atraktivity trhu je 60 %.<sup>31</sup>

Relevantní trh vykazuje v rámci celého zpracovatelského průmyslu poměrně nízké tržby,<sup>32</sup> zhruba jen 6 %, a proto ho je možné z hlediska *velikosti trhu* zhodnotit jako málo atraktivní s podprůměrným hodnocením.

Trh je také poměrně *citlivý na recesi*. V Tab. 3.2 je obsažen vývoj tržeb relevantního trhu a v roce 2009 lze pozorovat výrazný pokles. Mezi roky 2008 a 2009 došlo k poklesu tržeb o 38,25 %, což bylo zapříčiněno světovou finanční krizí, která postihla i evropský trh, a tedy i trh České republiky. S tím koresponduje i podprůměrné hodnocení tohoto kritéria, protože trh je hodně citlivý na změny ekonomického cyklu.

*Bariéry vstupu do odvětví* jsou u tohoto trhu vysoké. Každá společnost, která chce začít podnikat v oboru slévárenství, musí mít k dispozici velké množství kapitálu, protože k činnosti je nutné nakoupit jak potřebná hutnická zařízení, tak i zásoby materiálu ve formě oceli, mědi apod. Toto kritérium bylo proto hodnoceno jako nadprůměrné a souvisí s ním i *průměrné hodnocení růstu trhu a intenzity konkurence*.

### c) Prognóza vývoje trhu

Tato část je posledním krokem, který se provádí v rámci analýzy vnějšího prostředí. „Východiskem vlastní prognózy by měla být analýza hlavních faktorů, které na vývoj trhu působí. Tyto faktory musí každý oceňovatel volit v závislosti na konkrétní situaci“ Mařík (2011, s. 68).

Jako faktory národohospodářské byly vybrány hrubý domácí produkt ve stálých cenách<sup>33</sup>, index spotřebitelských cen<sup>34</sup>, úrokové sazby<sup>35</sup> a reálná hrubá mzda<sup>36</sup>. Vývoj těchto

<sup>31</sup> Průměrné bodové ohodnocení je tři body z pěti, takže tři pětiny představují 60 %.

<sup>32</sup> Zdroj: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>. V roce 2012 byly tržby za prodej vlastních výrobků a služeb relevantního trhu 170 761 mil. Kč a tržby za prodej vlastních výrobků a služeb celého zpracovatelského průmyslu 2 868 089 mil. Kč. Podíl tržeb relevantního trhu a tržeb celého zpracovatelského průmyslu není tedy příliš vysoký (5,95 %).

<sup>33</sup> Hrubý domácí produkt ve stálých cenách roku 2005 vyjadřuje vývoj reálného HDP, který je očištěn od vlivů inflace. Prognóza byla převzata z října 2013.

<sup>34</sup> Inflace vyjadřuje zvyšování cenové hladiny, které má za následek snižování kupní síly peněz. Míra inflace je vyjádřena přírůstkem indexu spotřebitelských cen k základnímu období roku 2005. Vyjadřuje změnu průměrné cenové hladiny sledovaného roku oproti roku 2005. Prognóza byla převzata z října 2013.

<sup>35</sup> Úrokové sazby vyjádřené ve výši průměrné tří měsíční sazby PRIBOR vždy k prosinci daného roku. Prognóza byla převzata z listopadu 2013.

<sup>36</sup> Reálná hrubá mzda je vypočtena z nominální hrubé mzdy, která je očištěna o inflaci.

tří indikátorů je obsažen v Tab. 3.4, a to jak z hlediska minulého vývoje, tak z hlediska prognózy Ministerstva financí ČR.<sup>37</sup>

Tab. 3.4 Vývoj HDP, inflace, PRIBOR a reálné mzdy v letech 2001 – 2012 a jejich predikce

	Rok	HDP ve stálých cenách		Index spotřebitelských cen	3M PRIBOR	Reálná mzda (v Kč)
		mil. Kč	tempo růstu			
Skutečnost	2001	2 629 135	-	93,6	4,62%	13 733
	2002	2 685 643	2,1%	95,4	2,59%	15 250
	2003	2 786 789	3,8%	95,5	2,09%	16 414
	2004	2 918 955	4,7%	98,1	2,56%	16 990
	2005	3 116 056	6,8%	100,0	2,17%	18 002
	2006	3 334 815	7,0%	102,5	2,55%	19 069
	2007	3 526 071	5,7%	105,4	4,11%	20 386
	2008	3 635 344	3,1%	112,1	3,63%	21 253
	2009	3 471 494	-4,5%	113,3	1,54%	23 113
	2010	3 557 216	2,5%	114,9	1,22%	23 511
	2011	3 621 908	1,8%	117,1	1,17%	23 999
	2012	3 584 924	-1,0%	121,0	0,50%	24 310
Prognóza	2013	3 550 000	-1,0%	122,8	0,38%	24 951
	2014	3 598 000	1,3%	123,6	0,50%	25 720
	2015	3 678 000	2,2%	126,0	0,70%	26 497
	2016	3 779 000	2,7%	127,1	1,00%	27 255
	2017	3 835 000	1,5%	130,6	1,40%	27 353

Zdroj: ČSÚ (2014), ČNB (2014), EUROSTAT (2014), MF ČR (2014)

Na základě výše uvedené Tab. 3.4 je zřejmé, že hodnota **HDP** se až do roku 2008 zvyšovala, ale v roce 2009 došlo k poklesu o 4,5 %. Tento pokles lze komentovat jako následek ekonomické krize, která postihla jak trh České republiky, tak trh Evropy i celého světa. Už v roce 2008 došlo ke snížení tempa růstu HDP, protože již ve druhé polovině tohoto roku se začala projevovat ekonomická krize. Propad v roce 2009 byl způsoben především velkým poklesem průmyslové produkce a exportu v 1. čtvrtletí. Na konci roku byl pak propad způsoben poklesem koupěschopné poptávky, nedostatkem zakázek, ztíženým přístupem k financím apod. Od roku 2010 do roku 2011 hrubý domácí produkt rostl, ale již v roce 2012 zaznamenal opět pokles, a to o 1 %, neboť se ekonomika nacházela v mělké recesi. Predikce zmíněného makroekonomického agregátu je dle MF ČR rostoucí, výjimku tvoří pouze rok

<sup>37</sup> Zdroj: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>.

2013, kdy se předpokládá pokles o zhruba 1 %. Od roku 2014 MF ČR předpokládá výraznější oživování ekonomické aktivity

**Míra inflace** dosáhla nejvyšší hodnoty v roce 2008, kdy se zvýšila průměrná cenová hladina o 6,3 %. Tento růst byl nejvyšší od roku 1998. V roce 2009 dosahovala průměrná míra inflace pouze 1 %, neboť došlo ke zpomalení tempa růstu ekonomiky. V dalších letech docházelo opět k růstu cenové hladiny, ale průměrná míra inflace se pohybovala na poměrně nízké úrovni. Dle predikce MF ČR se předpokládá růst cenové hladiny v letech 2013 – 2017 meziročně v průměru o 1,5 %.

Vývoj **3M PRIBOR** sazby byl různorodý. Až do roku 2006 se pohybovala sazba okolo hodnoty 2 %, ale již v roce 2007 došlo k poměrně výraznému růstu na 4,11 %. Následně pak sazba měla klesající trend až do roku 2012 a v tomto roce dokonce dosáhla pouhých 0,5 %. Dle predikce MF ČR se předpokládá postupný nárůst sazby až na hodnotu 1,4 % v roce 2017.

**Reálná hrubá mzda** se od roku 2001 do roku 2012 zvyšovala. Největší nárůst byl zaznamenán v roce 2002, kdy se reálná hrubá mzda zvýšila o 11 %. Dle predikce MF ČR se předpokládá postupný nárůst reálné hrubé mzdy pro období 2013 – 2017.

Cílem analýzy vnějšího potenciálu je prognóza vývoje velikosti relevantního trhu. Tab. 3.5 zahrnuje skutečné a teoretické hodnoty velikosti relevantního trhu ČR. Teoretické hodnoty pro velikost relevantního trhu byly vypočteny na základě regresní analýzy, kdy vysvětlovanou proměnnou  $y$  jsou tržby na daném relevantním trhu a vysvětlující proměnnou  $x$  je reálný hrubý domácí produkt a reálná hrubá mzda. Proměnné zachycující míru inflace a 3M PRIBOR byly z modelu vyřazeny, protože nebyly statisticky významné a s jejich využitím nebyl model statisticky významný. Výsledky regresní analýzy lze vidět v Příloze 4. Lineární regresní funkce je následující:

$$y = 0,116 \cdot HDP - 10\,641\,181,3 \cdot MZDA.$$

Tab. 3.5 Prognóza vývoje velikosti relevantního trhu na období 2013 - 2017

	Rok	Skutečnost		Teoretické hodnoty	
		Velikost relevantního trhu (v mil. Kč)	Tempo růstu	Velikost relevantního trhu (v mil. Kč)	Tempo růstu
Skutečnost	2001	136 718	-	159 298	-
	2002	122 786	-10,2%	149 721	-6,01%
	2003	124 125	1,1%	149 084	-0,43%
	2004	196 609	58,4%	158 301	6,18%
	2005	199 357	1,4%	170 433	7,66%
	2006	204 285	2,5%	184 489	8,25%
	2007	175 067	-14,3%	192 694	4,45%
	2008	208 610	19,2%	196 164	1,80%
	2009	128 812	-38,3%	157 338	-19,79%
	2010	150 147	16,6%	163 057	3,63%
	2011	176 305	17,4%	165 383	1,43%
	2012	173 288	-1,7%	157 779	-4,60%
Prognóza	2013	-	-	146 902	-6,89%
	2014	-	-	144 292	-1,78%
	2015	-	-	145 322	0,71%
	2016	-	-	148 988	2,52%
	2017	-	-	154 448	3,66 %

Z výsledků uvedených v Tab. 3.5 vyplývá, že by v roce 2013 mělo dojít k poklesu velikosti relevantního trhu o 6,89 %, ale od roku 2014 by se situace měla postupně zlepšovat. V roce 2014 by sice ještě mělo dojít k mírnému poklesu trhu o 1,78 %, ale na období 2015 – 2017 se předpokládá postupné zvyšování tempa růstu.

### 3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu

Analýza vnitřního potenciálu bývá nazývána také jako analýza konkurenční síly obchodního závodu. Skládá se ze stanovení dosavadních tržních podílů oceňované společnosti, identifikace konkurentů, analýzy vnitřního potenciálu obchodního závodu a hlavních faktorů jeho konkurenční síly, a z prognózy tržních podílů, viz Mařík (2011).

#### a) Stanovení tržního podílu

Tržní podíl slouží ke zhodnocení konkurenční síly obchodního závodu. Čím vyšší je tržní podíl, tím více upevňuje obchodní závod svou pozici na trhu a stává se silnějším vůči konkurenci. Na základě údajů z Tab. 3.2 o velikosti relevantního trhu je možné sestavit Tab. 3.6 - tabulku dosavadních tržních podílů. Tržní podíly byly vypočteny dle vzorce (2.2).



*Tab. 3.6 Tržní podíl sledovaného závodu od roku 2001*

<b>Rok</b>	<b>Relevantní trh (tis. Kč)</b>	<b>Tržby závodu (tis. Kč)</b>	<b>Tržní podíl</b>
<b>2001</b>	136 718 000	175 258	0,13%
<b>2002</b>	122 786 000	164 700	0,13%
<b>2003</b>	124 125 000	805 730	0,65%
<b>2004</b>	196 609 000	982 317	0,50%
<b>2005</b>	199 357 000	1 063 955	0,53%
<b>2006</b>	204 285 000	1 113 143	0,54%
<b>2007</b>	175 066 631	1 189 614	0,68%
<b>2008</b>	208 609 580	1 051 088	0,50%
<b>2009</b>	128 811 949	714 380	0,55%
<b>2010</b>	150 147 456	1 276 217	0,85%
<b>2011</b>	176 305 060	1 241 487	0,70%
<b>2012</b>	173 287 987	1 062 009	0,61%

*Zdroj: MPO (2014) a výroční zprávy společnosti*

Poměrně výrazná změna tržního podílu v roce 2003 o 384 % byla způsobena tím, že v tomto roce došlo k fúzi společnosti Slévárna barevných kovů se společností Vítkovické slévárny. Původní název společnosti byl Slévárna barevných kovů a novým názvem celé společnosti se staly právě Vítkovické slévárny. Proto se bude dále pracovat s vývojem tržního podílu až od roku 2003.

Tržní podíl společnosti se v období 2003 – 2012 pohyboval mezi 0,5 – 0,85 %. Nejvyšší pokles tržního podílu nastal v roce 2008, kdy se snížil zhruba o 26 %. Snížení mohlo být způsobeno začínající ekonomickou krizí, začala se postupně snižovat poptávka po průmyslové produkci, a proto se snižovaly i tržby obchodního závodu. V roce 2009 se tržní podíl sice zvýšil o 10 %, ale pouze proto, že tržby trhu se snižovaly rychleji, než tržby společnosti. Nejvyšší hodnota tržního podílu byla zaznamenána v roce 2010, kdy začalo postupné ožívání ekonomické aktivity nejen na celém relevantním trhu, ale i v oceňovaném závodu.

#### ***b) Identifikace hlavních konkurentů***

Mezi hlavní konkurenty obchodního závodu lze zařadit ty, které se zabývají slévárenskou činností s orientací na výrobu odlitků z oceli, litin a slitin mědi. Hlavními konkurenty tedy jsou Vítkovice Heavy Machinery, a. s., Slévárny Třinec, a. s., ČKD Kutná Hora, a. s., Pilsen Steel, s. r. o., ALW Industry, s. r. o. a další.

### c) Analýza vnitřního potenciálu a hlavních faktorů konkurenční síly

Cílem této části strategické analýzy je posoudit to, do jaké míry je obchodní závod schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je schopen účinně čelit konkurenci a možným hrozbám. V návaznosti na toto je třeba hodnotit konkurenční sílu oceňovaného závodu vůči hlavním konkurentům. V Tab. 3.7 je uveden zjednodušený diagram konkurenční síly, který byl vyplněn na základě subjektivního názoru zaměstnance obchodního závodu.

Tab. 3.7 Diagram konkurenční síly Vítkovických sléváren

	Kritérium	Váha	Bodové hodnocení					Body x Váha
			Konkurence má převahu		Průměr	Firma má převahu		
			1	2		3	4	
Přímé faktory	Cenová úroveň	4			x			12
	Kvalita výrobků	4				x		16
	Image firmy	3		x				6
	Účinnost reklamy	2		x				4
	Servis a služby	2			x			6
	Technická úroveň výrobků	4				x		16
Nepřímé faktory	Kvalita managementu	4			x			12
	Finanční situace	3		x				6
	Majetek a investice	3		x				6
	Výkonný personál	3			x			9
	Celkem	32						93
Maximální počet bodů		160						
Dosažené hodnocení		58,1 %						

Zdroj: Interní informace závodu

Konkurenční síla oceňovaného obchodního závodu byla vypočtena dle vzorce (2.3) a z dosaženého hodnocení vyplývá, že Vítkovické slévárny mají konkurenční sílu **mírně podprůměrnou**, protože průměrné hodnocení konkurenční síly je 60 %.

Společnost má ale v určitých oblastech konkurenční výhody oproti jiným obchodním závodům v oboru. Vítkovické slévárny získaly v minulosti několik certifikátů kvality výrobků (např. *Certifikáty na vývoj, výrobu a obrábění odlévaných válců; na výrobu odlitků z šedé litiny, tvárné litiny a oceli; na výrobu modelů; na výrobu odlitků z neželezných kovů apod.*). Hodnocení kritérií **technická úroveň a kvalita výrobků** je tedy nadprůměrné.

Další výhodou je **kvalitní management**, který umí včas zpozorovat příležitosti nebo naopak hrozby, které by mohly ovlivnit činnost obchodního závodu. Příkladem je např. rozhodnutí managementu o koupi sto procentního podílu společnosti Inproma v roce 2013. Management předpokládá posílení postavení na trhu. Tímto krokem došlo k rozšíření portfolia výrobků a k získání nových odběratelů v oblasti automobilového průmyslu, textilního strojírenství a dalších oborů.

Společnost provádí **inovace a modernizace**, protože odběratelé požadují stále vyšší kvalitu výrobků. Mezi poslední investiční aktivity patří investice do indukčních pecí s cílem snížení energetické náročnosti, zkrácení doby tavení a zvýšení kvality tekutého kovu.

Mezi další výhody společnosti lze zařadit činnosti spojené s ochranou životního prostředí, protože podnik se hlásí ke konceptu tzv. udržitelného rozvoje, což může zlepšovat **image** oceňovaného obchodního závodu. VS dodržují přísné zásady stanovené Zákonem o ovzduší, má zaveden systém hospodaření s odpady, pravidelně je prováděno měření emisí dle jednotlivých zdrojů znečišťování apod.

Z těchto konkurenčních výhod lze odvodit i vývoj tržního podílu do budoucna, viz Tab. 3.8. VS předpokládají posílení postavení na trhu, a tím i zvýšení tržního podílu. Průměrné tempo růstu tržního podílu v období 2003 – 2012 bylo 2 %. Toto meziroční tempo růstu je předpokládáno i na období let 2013 – 2017.

Tab. 3.8 Skutečné a prognózované tržní podíly v %

Rok	Skutečnost										Prognóza				
	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17
TP	0,65	0,50	0,53	0,54	0,68	0,50	0,55	0,85	0,70	0,61	0,62	0,63	0,65	0,66	0,67

### 3.2.3 Prognóza tržeb

Prognóza tržeb vyplývá z analýzy a prognózy relevantního trhu, z analýzy a prognózy vnitřního potenciálu a konkurenční síly závodu, a z analýzy časových řad tržeb závodu za minulost, viz Mařík (2011). V Tab. 3.9 je vyjádřena prognóza tržeb na základě údajů vypočtených v předchozích částech strategické analýzy.

Tempo růstu tržeb pro období 2013 – 2017 bylo odvozeno z prognózovaného tempa růstu relevantního trhu a ze změn tržního podílu obchodního závodu. Výpočet tempa růstu tržeb byl proveden dle vzorce (2.4).

Tab. 3.9 Prognóza tržeb Vítkovických sléváren na období 2013 - 2017

	Rok	Relevantní trh (tis. Kč)	Tempo růstu trhu	Tržní podíl podniku	Tempo růstu tržeb	Tržby podniku (tis. Kč)
Skutečnost	2003	124 125 000	-	0,65%	-	805 730
	2004	196 609 000	58,4%	0,50%	21,9%	982 317
	2005	199 357 000	1,4%	0,53%	8,3%	1 063 955
	2006	204 285 000	2,5%	0,54%	4,6%	1 113 143
	2007	175 066 631	-14,3%	0,68%	6,9%	1 189 614
	2008	208 609 580	19,2%	0,50%	-11,6%	1 051 088
	2009	128 811 949	-38,3%	0,55%	-32,0%	714 380
	2010	150 147 456	16,6%	0,85%	78,6%	1 276 217
	2011	176 305 060	17,4%	0,70%	-2,7%	1 241 487
	2012	173 287 987	-1,7%	0,61%	-14,5%	1 062 009
Prognóza	2013	146 902 048	-15,2%	0,62%	-14,2%	910 793
	2014	144 292 313	-1,8%	0,63%	-0,2%	909 042
	2015	145 321 994	0,7%	0,65%	3,9%	944 593
	2016	148 987 730	2,5%	0,66%	4,1%	983 319
	2017	154 447 982	3,7%	0,67%	5,2%	1 034 801

Zdroj: MPO (2014), MF ČR (2014), výroční zprávy společnosti

### 3.3 Finanční analýza

V této části bude provedena analýza finanční situace obchodního závodu prostřednictvím poměrových ukazatelů rentability, finanční stability a zadluženosti, likvidity a aktivity. Zdrojem informací pro výpočty jsou údaje z rozvahy a výkazu zisku a ztráty pro roky 2008 – 2012. Rozvaha je obsažena v Příloze 1 a výkaz zisku a ztráty je obsažen v Příloze 2.

#### 3.3.1 Ukazatele rentability

„Ukazatele rentability, někdy označované jako ukazatele výnosnosti, návratnosti, profitability ratio, jsou konstruovány jako poměr konečného efektu dosaženého podnikatelskou činností (výstupu) k nějaké srovnávací základně (vstupu), která může být jak na straně aktiv, tak na straně pasiv, nebo k jiné bázi“ Kislingerová (2010, s. 98). Tab. 3.10 obsahuje vybrané ukazatele rentability, které byly vypočteny pro jednotlivé roky období 2008 až 2012.

Tab. 3.10 Ukazatele rentability pro jednotlivé roky 2008 - 2012

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>ROA</b>	15,37%	1,98%	3,75%	3,59%	7,40%
<b>ROCE</b>	24,50%	3,84%	7,38%	7,32%	13,31%
<b>ROE</b>	24,19%	1,20%	4,79%	6,72%	10,63%
<b>ROS</b>	9,49%	0,50%	1,12%	1,79%	3,70%

U všech ukazatelů rentability uvedených v Tab. 3.10 byla při výpočtu použita některá z kategorií zisku. V rámci rentability aktiv a rentability dlouhodobých zdrojů bylo využito kategorie zisku EBIT<sup>38</sup> a při konstrukci ukazatelů rentability vlastního kapitálu a rentability tržeb byl brán v potaz čistý zisk EAT.<sup>39</sup> Všechny ukazatele zaznamenaly výrazný pokles v roce 2009, který byl pravděpodobně následkem celosvětové finanční krize, která postihla i analyzovanou firmu Vítkovické slévárny. V tomto roce došlo ke snížení zisku před zdaněním a úroky zhruba o 88 % a ke snížení čistého zisku zhruba o 96 %. Ukazatele byly vypočteny dle vzorců (2.8) až (2.11).

### 3.3.2 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Zadluženost je stav, kdy obchodní závod využívá k financování svého majetku nejen vlastní zdroje, ale i zdroje cizí. Využíváním cizího kapitálu je ovlivněna jak výnosnost kapitálu vlastníků, tak i riziko podnikání. V dnešní době není žádoucí, aby obchodní závod používal k financování aktiv pouze vlastní kapitál, protože tím dochází ke snižování výnosnosti vloženého kapitálu. Naopak příliš velký podíl cizího kapitálu může znamenat růst podílu věřitelů na řízení společnosti a může vést k problémům, jak tvrdí Kislingerová (2010). V Tab. 3.11 lze vidět vybrané ukazatele finanční stability a zadluženosti pro jednotlivé roky období 2008 až 2012.

Tab. 3.11 Ukazatele finanční stability a zadluženosti pro jednotlivé roky 2008 - 2012

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Podíl VK na aktivech</b>	53,63%	41,14%	43,53%	44,23%	51,41%
<b>Stupeň krytí stálých aktiv</b>	197,05%	136,76%	141,04%	140,91%	161,69%
<b>Celková zadluženost</b>	45,01%	58,49%	56,11%	55,56%	48,05%
<b>Zadluženost VK</b>	83,91%	142,16%	128,91%	125,61%	93,46%

Z hlediska ukazatele *podíl vlastního kapitálu na aktivech* lze finanční samostatnost společnosti charakterizovat jako průměrnou, protože např. v roce 2012 byl obchodní závod

<sup>38</sup> Earnings before Interest and Taxes, což v překladu znamená zisk před zdaněním a úroky.

<sup>39</sup> Earnings after Taxes, což v překladu znamená zisk po zdanění, nebo také čistý zisk.

schopen uhradit zhruba 51 % svého majetku z vlastních zdrojů. Zvyšování hodnoty ukazatele od roku 2010 představuje upevňování finanční stability. Ukazatel byl vypočten dle vzorce (2.12).

Ukazatel *stupeň krytí stálých aktiv* dosahoval ve všech sledovaných letech hodnot nad 100 %, což znamená, že všechen dlouhodobý majetek VS financují z dlouhodobých zdrojů a ještě část tohoto kapitálu zbývá na úhradu majetku krátkodobého. Zvýšení hodnoty ukazatele v roce 2012 představuje zlepšování finanční stability společnosti. Ukazatel byl vypočten dle vzorce (2.13).

Ukazatel *celková zadluženost* se od roku 2010 snižoval, což představovalo snižování věřitelského rizika. Ukazatel byl vypočten dle vzorce (2.14). Hodnoty ukazatele *zadluženost vlastního kapitálu* byly v letech 2009, 2010 a 2011 vyšší než optimální hodnota 120 %. To však neznamená, že by analyzovaná společnost špatně hospodařila se svými prostředky, protože optimální hodnota je stanovena pro stabilní společnosti a rozdílné hodnoty mohou být způsobeny fází vývoje obchodního závodu a postoji vlastníků k riziku. Ukazatel byl vypočten dle vzorce (2.15).

### 3.3.3 Ukazatele likvidity

„Pod likviditou chápeme obecnou schopnost podniku hradit své závazky, získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. Likvidita tedy závisí na tom, jak rychle je podnik schopen inkasovat své pohledávky, zda má prodejné výrobky, zda je v případě potřeby schopen prodat své zásoby apod.“ Dluhošová (2010, s. 82).

Vybrané ukazatele likvidity jsou obsaženy v Tab. 3.12 a byly vypočteny za jednotlivé roky období 2008 až 2012.

Tab. 3.12 Ukazatele likvidity a ukazatel ČPK za jednotlivé roky období 2008 - 2012

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Celková likvidita</b>	1,91	1,30	1,32	1,31	1,54
<b>Pohotová likvidita</b>	0,76	0,74	0,74	0,69	0,82
<b>Okamžitá likvidita</b>	0,12	0,05	0,06	0,02	0,07
<b>ČPK</b>	357 029 tis. Kč	317 463 tis. Kč	295 865 tis. Kč	319 567 tis. Kč	339 204 tis. Kč

Ve všech sledovaných letech byly VS schopny uhradit z oběžných aktiv krátkodobé závazky více než jednou. Ukazatel *celková likvidita* byl vypočten dle vzorce (2.17). Pokud by byly z oběžných aktiv odečteny zásoby, byl by obchodní závod schopen uhradit v roce 2012 zhruba 80 % krátkodobých závazků. Ukazatel *pohotová likvidita* byl vypočten dle

vzorce (2.18). Z pohotových platebních prostředků byly VS schopny v roce 2012 uhradit zhruba 7 % krátkodobých závazků. **Okamžitá likvidita** byla vypočtena dle vzorce (2.19). Pokud by obchodní závod přeměnil oběžný majetek na pohotové platební prostředky a uhradil krátkodobé závazky, zůstalo by mu ještě dostatek prostředků na financování podnikových záměrů. Ukazatel **čistý pracovní kapitál** byl vypočten dle vzorce (2.20).

### 3.3.4 Ukazatele aktivity

„Rozbor ukazatelů aktivity má posloužit k hledání odpovědi na otázku, jak hospodaříme s aktivy, jednotlivými složkami aktiv a jaké má toto hospodaření vliv na výnosnost a likviditu“ Mařík (2010, s. 106). Tyto ukazatele jsou využívány zejména pro řízení aktiv. Jedná se o kombinované ukazatele, které poměřují jednotlivé položky rozvahy (majetek, závazky) a výkazu zisku a ztráty (tržby, náklady). V Tab. 3.13 jsou uvedeny ukazatele aktivity, které byly vypočteny za jednotlivé roky období 2008 – 2012.

Tab. 3.13 Ukazatele doby obratu za období 2008 – 2012 (ve dnech)

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Doba obratu aktiv</b>	263,40	364,09	193,84	216,41	243,91
<b>Doba obratu pohledávek</b>	60,45	119,95	64,74	72,46	78,35
<b>Doba obratu závazků</b>	53,70	65,36	39,80	47,98	43,80

**Doba obratu aktiv** byla ve sledovaném období poměrně dlouhá. Přeměna aktiv v tržby trvala obchodnímu závodu poměrně dlouho (v průměru 256 dní). Ukazatel byl vypočten dle vzorce (2.21). V roce 2012 trvalo dlužníkům společnosti necelých 80 dní, než uhradili své závazky. Ukazatel **doba obratu pohledávek** byl vypočten dle vzorce (2.23) a při výpočty byly využity jak pohledávky krátkodobé, tak dlouhodobé.<sup>40</sup> Společnosti trvalo za sledované období v průměru 50 dní, než uhradila své závazky. Ukazatel **doba obratu krátkodobých závazků** byl vypočten dle vzorce (2.24).

### 3.4 Finanční plán

Finanční plán je důležité sestavit především při použití výnosových metod. Skládá se z plánované rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu cash-flow, viz Příloha 3. Tyto tři výkazy jsou výsledkem dílčích plánů, mezi které patří **plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán čistého pracovního kapitálu, plán investic a plán financování**. Všechny plány budou sestaveny na období 5 let, tzn. na roky 2013 až 2017. Predikce makroekonomických

<sup>40</sup> Dlouhodobé pohledávky byly v letech 2008 a 2009 nulové a v letech 2010, 2011 a 2012 tvořily pouze zanedbatelnou část celkových pohledávek, viz Příloha 1.

agregátů a dalších veličin zpracovávané MF ČR, jsou zveřejněny pouze do roku 2017,<sup>41</sup> proto bylo pro sestavení finančního plánu zvoleno výše uvedené období. Období, na které je sestavován finanční plán, je obvykle obdobím, po které trvá tzv. první fáze. Rok 2017 bude považován jako rok, kdy začne druhá fáze. V současné praxi se v evropských zemích využívá období 3 – 6 let pro sestavení finančního plánu, jak tvrdí Mařík (2011).

### 3.4.1 Plán tržeb

Tržby byly naplánovány již v kapitole 3.2.3 v Tab. 3.9 a tuto prognózu lze tedy přímo převzít. Prognóza tržeb na období 2013 – 2017 byla stanovena pomocí regresní lineární funkce, kdy vysvětlujícími proměnnými byl reálný hrubý domácí produkt a reálná hrubá mzda. Plán tržeb je obsažen v Tab. 3.14.

*Tab. 3.14 Plán tržeb v tis. Kč a jejich tempo růstu*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Tržby</b>	1 051 088	714 380	1 276 217	1 241 487	1 062 009	910 793	909 042	944 593	983 319	1 034 801
<b>Změna</b>	-11,6%	-32,0%	78,6%	-2,7%	-14,5%	-14,2%	-0,2%	3,9%	4,1%	5,2%

### 3.4.2 Plán provozní ziskové marže

Plán provozní ziskové marže vychází z upraveného výsledku hospodaření před zdaněním, který by měl být před odpočtem odpisů, protože ty je vhodné analyzovat až u plánu investic. Tab. 3.15 obsahuje plán provozní ziskové marže, která se vypočte jako poměr mezi upraveným provozním VH a tržbami, viz vzorec (2.26).

V případě oceňovaného obchodního závodu byl upravený provozní VH vypočten tak, že od provozního výsledku hospodaření byly odečteny tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a přičtena byla zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu a také odpisy dlouhodobého majetku, viz vzorec (2.25).<sup>42</sup>

Vývoj provozní ziskové marže byl sledován až od roku 2008, aby byl zachycen hlavně v nejbližších pěti minulých letech k datu ocenění. Průměrná provozní zisková marže za období 2008 – 2012 byla 7,9 % a tato hodnota bude předpokládána i pro prognózované období.

<sup>41</sup> Údaj je z 31. 10. 2013

<sup>42</sup> Z provozního výsledku hospodaření musí být vyloučeny mimořádné výnosy a náklady spojené s aktivy, které nesouvisí s hlavním předmětem činnosti, viz Mařík (2011).



Tab. 3.15 Plán provozní ziskové marže na období 2013 - 2017

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Upravený provozní VH (tis. Kč)	123 220	62 069	68 742	65 368	88 725	71 953	71 814	74 623	77 682	81 749
Provozní zisková marže	11,7%	8,7%	5,4%	5,3%	8,4%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%	7,9%

### 3.4.3 Plán čistého pracovního kapitálu

Čistý pracovní kapitál se při oceňování obchodního závodu počítá jako rozdíl mezi pracovním kapitálem a závazky. Mezi pracovní kapitál se řadí krátkodobý finanční majetek, zásoby, pohledávky a časové rozlišení aktiv a mezi závazky se řadí neúročené závazky a časové rozlišení pasiv.

Při sestavování plánu čistého pracovního kapitálu je vhodné nejprve vypočítat doby obratu zásob, pohledávek a závazků a na základě těchto propočtů odhadnout budoucí vývoj. Tab. 3.16 zahrnuje výše zmíněné doby obratu.

Tab. 3.16 Prognóza dob obratu na období 2013 – 2017 ve dnech

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Doba obratu zásob	107,5	97,4	53,7	66,8	74,4	72,9	69,6	66,4	63,3	60,4
Doba obratu pohledávek	60,4	120,0	64,7	72,5	78,4	75,2	68,7	62,8	57,3	52,4
Doba obratu závazků	53,7	65,4	39,8	48,0	43,8	43,2	42,6	42,0	41,4	40,8

**Doba obratu zásob** se až do roku 2010 snižovala, ale již od roku 2011 lze pozorovat mírný nárůst. Průměrná změna doby obratu zásob za období 2008 až 2012 byla – 4,6 %, a proto se na období 2013 až 2017 plánuje postupné meziroční snižování doby obratu. V prvním plánovaném roce snížení o 2 % a v dalších letech o zmíněných 4,6 %. Hlavním důvodem zkracování doby obratu je snaha o snižování dodávkových cyklů.<sup>43</sup> Doba obratu zásob byla vypočtena dle vzorce (2.22).

Prudký nárůst **doby obratu pohledávek** o 100 % v roce 2009 byl zapříčiněn především významným snížením tržeb obchodního závodu z důvodu poklesu poptávky po průmyslové produkci a tím snížením počtu realizovaných zakázek. Někteří dlužníci nebyli schopni dostát svým závazkům, proto se počet dní, než došlo k uhrazení pohledávek, zvyšoval. V roce 2010 se ukazatel snížil o 46 %, došlo k oživování ekonomické aktivity a firemním dlužníkům trvalo zhruba 2 měsíce, než uhradili své závazky. Od roku 2011 se doba obratu mírně zvyšovala. Odběratelům a jiným subjektům, kteří mají závazky vůči společnosti, trvalo v roce 2012

<sup>43</sup> Každá další koruna dosažených výkonů bude vyžadovat stále méně haléřů vázaných v zásobách podniku.

zhruba dva a půl měsíce, než uhradili své závazky. Vítkovické slévárny se budou do budoucna snažit o zkrácení této doby v rámci vyjednávání. Průměrná změna doby obratu pohledávek za období 2008 – 2012 byla po vyloučení extrémní hodnoty v roce 2009 ve výši - 8,7 %. V prvním plánovaném roce se předpokládá pokles o 4 % a v dalších letech pokles o 8,7 %. Doba obratu pohledávek byla vypočtena dle vzorce (2.23).

Průměrná změna **doby obratu závazků** za sledované období 2008 – 2012 byla ve výši - 1,4 %. Obchodní závod plánuje na období 2013 – 2017 snižování doby obratu meziročně v této výši. Důvodem je snaha podniku o využití skonta a jiných výhod za včasné placení závazků. Doba obratu závazků byla vypočtena dle vzorce (2.24).

Dalším krokem k sestavení plánu je dopočítání výše jednotlivých položek dle vzorce (2.27) a čistého pracovního kapitálu dle vzorce (2.20) v peněžních jednotkách, což v sobě zahrnuje Tab. 3.17.

*Tab. 3.17 Plán čistého pracovního kapitálu na období 2013 – 2017 v tis. Kč*

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Zásoby</b>	313 895	193 320	190 228	230 279	219 592	184 558	175 736	174 214	173 019	173 708
<b>Pohledávky</b>	176 494	238 033	229 512	249 874	231 138	190 298	173 487	164 663	156 572	150 503
<b>KFM</b>	32 695	17 571	18 691	5 889	20 244	10 927	10 754	25 938	31 354	49 745
<b>Čas. rozl. A</b>	1 194	902	969	523	1 259	1 259	1 259	1 259	1 259	1 259
<b>Závazky</b>	156 795	129 691	141 106	165 450	129 207	109 266	107 536	110 185	113 104	117 367
<b>Čas. rozl. P</b>	10 454	2 672	2 429	1 548	3 822	3 822	3 822	3 822	3 822	3 822
<b>ČPK</b>	<b>357 029</b>	<b>317 463</b>	<b>295 865</b>	<b>319 567</b>	<b>339 204</b>	<b>273 954</b>	<b>249 877</b>	<b>252 066</b>	<b>245 278</b>	<b>254 025</b>

Zásoby, pohledávky a závazky byly naplánovány na základě údajů uvedených v Tab. 3.9 (prognóza tržeb) a Tab. 3.16 (prognóza dob obratu). Položky do roku 2012 byly převzaty z rozvah za příslušné roky a prognóza těchto položek byla vypočtena ze součinu doby obratu a tržeb. Jak tvrdí Mařík (2011), časové rozlišení je nejvhodnější plánovat v konstantní výši ve všech letech. Krátkodobý finanční majetek byl naplánován na základě ukazatele okamžité likvidity. Průměrná výše ukazatele okamžité likvidity v období 2008 – 2012 byla 0,06. Společnost plánuje mírné zvýšení likvidity na 0,1, a proto bude provozně potřebná výše krátkodobého finančního majetku plánována na rok 2013 a 2014 ve výši 10 % z krátkodobých neúročených závazků. Na roky 2015 se plánuje zvýšení provozně potřebné výše krátkodobého finančního majetku na 23,5 % z krátkodobých závazků, v roce 2016 se předpokládá provozně potřebná výše krátkodobého finančního

majetku ve výši 27,7 % z krátkodobých závazků a na rok 2017 se plánuje 42,4 % z krátkodobých závazků.

### 3.4.4 Plán investic

Plán investic do dlouhodobého majetku patří mezi nejsložitější části finančního plánu. Je odvozen ze záměrů investiční výstavby a plánu kapacit vzhledem k růstu tržeb. Současně s investicemi je důležité plánovat i odpisy. Jelikož nejsou k dispozici informace o plánech investiční výstavby obchodního závodu, je vhodné odhadnout investiční náročnost růstu tržeb od roku 2008 do roku 2012 a následně se pokusit o odhad investic pro růst tržeb na období 2013 až 2017. Tab. 3.18 obsahuje odhad investiční náročnosti růstu tržeb od roku 2009 do roku 2012. Investiční náročnost byla vypočtena jako podíl investic netto za roky 2009 až 2012 a celkového přírůstku tržeb od konce roku 2008 do konce roku 2012, viz vzorec (2.29), který činil **10 921 tis. Kč**.

*Tab. 3.18 Odhad investiční náročnosti růstu tržeb od roku 2009 do roku 2012*

	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Stav DM na konci roku</b>	244 782	272 678	247 757	259 736	247 322
<b>Odpisy</b>		42 742	47 521	48 912	42 399
<b>Investice brutto</b>		70 638	22 600	60 891	29 985
<b>Investice netto</b>		27 896	-24 921	11 979	-12 414
<b>Investiční náročnost růstu tržeb 2008 - 2012</b>	<b>23,3%</b>				

Po provedení výše zmíněného odhadu je možné provést určitý odhad investiční náročnosti růstu tržeb i do budoucnosti, tedy na roky 2013 až 2017. Investiční náročnost růstu tržeb v období 2008 – 2012 byla **23,3 %** a toto číslo vyjadřuje, jakou část přírůstku tržeb vygenerovaly investice do dlouhodobého majetku. Lze předpokládat, že čistý přírůstek dlouhodobého majetku nutný na korunu přírůstku tržeb bude v následujících čtyřech letech stejný jako v období 2008 – 2012. Podle celkového přírůstku tržeb na příští čtyři roky se odhadnou investice netto pro toto období celkem. Celkový přírůstek tržeb od konce roku 2013 do konce roku 2017 činí **124 009 tis. Kč**. Na základě tohoto údaje lze stanovit hodnotu celkových netto investic do dlouhodobého majetku, která se rovná částce **28 894 tis. Kč**, viz vzorec (2.30). V Tab. 3.19 je zobrazen konečný plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů.

Tab. 3.19 Plán investic a odpisů na období 2013 – 2017 v tis. Kč

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Netto investice</b>	5 779	5 779	5 779	5 779	5 779
<b>Stav DM na konci roku</b>	253 101	258 880	264 659	270 438	276 217
<b>Odpisy</b>	43 027	44 010	44 992	45 974	46 957
<b>Brutto investice</b>	<b>48 806</b>	<b>49 789</b>	<b>50 771</b>	<b>51 753</b>	<b>52 736</b>

Hodnota netto investic do dlouhodobého majetku byla do let 2013 až 2017 rozdělena rovnoměrně. Odpisy tvořily v roce 2012 jednu šestinu dlouhodobého majetku a pro plánované období 2013 až 2017 se předpokládá tato konstantní výše (pro každý rok 17 % z dlouhodobého majetku). Průměrná doba odepisování investic bude 6 let, protože v dlouhodobém majetku převažují samostatné movité věci a soubory movitých věcí. Nové investice budou odepisovány vždy od roku, který následuje po roce pořízení.

### 3.4.5 Plán financování

Tab. 3.20 zahrnuje plán financování, tedy plán vlastního kapitálu, dlouhodobých cizích zdrojů a nákladových úroků na období 2013 až 2017.

Tab. 3.20 Plán financování na období 2013 – 2017 v tis. Kč

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>388 929</b>	<b>409 129</b>	<b>424 675</b>	<b>432 553</b>	<b>441 268</b>
<b>Základní kapitál</b>	180 000	180 000	180 000	180 000	180 000
<b>Kapitálové fondy</b>	25 000	25 000	25 000	25 000	25 000
<b>Rezervní fond a ostatní fondy ze zisku</b>	44 382	44 382	44 382	44 382	44 382
<b>VH minulých let</b>	111 100	130 890	144 201	149 762	155 574
<b>VH běžného účetní období</b>	28 447	28 857	31 093	33 409	36 312
<b>CIZÍ KAPITÁL</b>	<b>106 377</b>	<b>48 089</b>	<b>27 201</b>	<b>12 751</b>	<b>12 751</b>
<b>Rezervy</b>	9 540	9 540	9 540	9 540	9 540
<b>Dlouhodobé závazky</b>	3 211	3 211	3 211	3 211	3 211
<b>Krátkodobé bankovní úvěry</b>	71 859	19 726	14 450	0	0
<b>Dlouhodobé bankovní úvěry</b>	21 767	15 612	0	0	0
<b>NÁKLADOVÉ ÚROKY</b>	<b>2 640</b>	<b>997</b>	<b>408</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Předpokladem je, že hodnota **základního kapitálu** bude v plánovaném období konstantní, to znamená, že bude stále ve výši 180 000 tis. Kč. Položka **kapitálové fondy** je naplánována rovněž v konstantní výši, a to ve výši 25 000 tis. Kč. Mařík (2011) tvrdí, že **fondy ze zisku** není třeba pro účely ocenění řešit a je možné je ponechat na současné úrovni. Každá společnost s ručením omezeným musí každý rok odvádět do rezervního fondu 5 % z čistého zisku, až do dosažení 10 % základního kapitálu. V Příloze 1, která zahrnuje

rozhahu lze vidět, že výše rezervního fondu je 18 000 tis. Kč, což odpovídá 10 % základního kapitálu. Proto není předpokládáno, že se bude položka rezervní fond a ostatní fondy ze zisku v budoucnu měnit a zůstane v konstantní výši 44 382 tis. Kč. Mařík (2011) dále tvrdí, že **nákladové rezervy** je nejvhodnější ponechat ve všech letech v konstantní výši. Výsledek hospodaření minulých let byl vypočten dle vzorce (2.31).

Ve společnosti Vítkovické slévárny převažují až do roku 2012 krátkodobé závazky. **Dlouhodobé závazky** jsou tvořeny pouze odloženým daňovým závazkem. Tyto závazky budou ponechány v konstantní výši.

Z hlediska bankovních úvěrů převažují ve společnosti krátkodobé úvěry nad dlouhodobými. Společnost měla v roce 2012 dva **dlouhodobé úvěry** se zůstatkem celkem ve výši 26 716 tis. Kč. **Krátkodobé úvěry** má společnost tři a budou splaceny v roce 2015.

Průměrné **nákladové úroky** v období 2008 – 2012 činily 2,82 % z celkových úvěrů. Z důvodu nedostatku detailních informací o splátkových režimech a úrokových sazbách, bude pro plán nákladových úroků využita tato sazba.

### 3.4.6 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Plánovaný výkaz zisku a ztráty je sestaven na období 2013 – 2017. Součástí plánu je i výchozí období roku 2012. Jednotlivé položky byly vypočteny pomocí regresní analýzy z minulých hodnot, kdy vysvětlovanou proměnou  $y$  byly jednotlivé položky výkazu zisku a ztráty a vysvětlující proměnou  $x$  byly plánované tržby. Výsledky jednotlivých regresních analýz včetně regresních funkcí jsou obsaženy v Příloze 5, kde jsou všechny regresní funkce bez konstanty, protože s jejím využitím byly všechny modely statisticky nevýznamné. Odpisy byly převzaty z plánu investic a nákladové úroky byly převzaty z plánu financování. Daň z příjmů právnických osob se předpokládá v konstantní výši 19 % pro celé prognózované období. Plánovaný VZZ je obsažen v Příloze 3.

### 3.4.7 Plánovaný výkaz cash-flow

Plánovaný výkaz cash-flow je sestaven na období 2013 – 2017. Čistý zisk a odpisy byly převzaty z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Změny stavu zásob, pohledávek a krátkodobých závazků byly převzaty z dílčího plánu pracovního kapitálu. Stav peněžních prostředků byl naplánován také dle plánu pracovního kapitálu. Průměrně vyplatila společnost v období 2008 – 2012 ročně podíly na zisku ve výši 30 % čistého zisku. V prvním a druhém plánovaném roce se plánuje vyplatit 30 % z čistého zisku, v roce 2015 se plánuje vyplatit 50 % a v letech 2016 a 2017 se plánuje vyplatit 76 % z čistého zisku. Cash-flow z investiční

činnosti vychází z dílčího plánu investic. Cash-flow z finanční činnosti vychází z dílčího plánu financování. Tento plán je obsažen v Příloze 3.

#### **3.4.8 Plánovaná rozvaha**

Při plánování rozvahy na období 2013 – 2017 se vycházelo z již vypracovaného plánu výkazu zisku a ztráty, výkazu cash-flow a z dílčích plánů. Dlouhodobý majetek byl naplánován na základě plánu investic a oběžná aktiva na základě plánu pracovního kapitálu. Krátkodobý finanční majetek byl převzat z plánu výkazu cash-flow.

Vlastní a cizí kapitál byl převzat z plánu financování. Výsledek hospodaření běžného účetního období pochází z plánovaného výkazu zisku a ztráty. Tento plán je obsažen v Příloze 3. U rozvahy lze vidět, že bylo splněno bilanční pravidlo, že se aktiva rovnají pasivům. Všechny tři plánované finanční výkazy se podařilo vzájemně vybilancovat.

## 4 APLIKACE VYBRANÝCH METOD OCENĚNÍ A JEJICH KOMPARACE

Ocenění společnosti Vítkovické slévárny bude provedeno k 31. 12. 2012 a bude využito dvou metod, a to metody diskontovaných peněžních toků DCF Entity<sup>44</sup> a metody ekonomické přidané hodnoty EVA Entity. U obou metod bylo využito dvoufázové varianty, kdy první fáze trvá od roku 2013 do roku 2016, a druhá fáze bude trvat od roku 2017 do nekonečna.

### 4.1 Odhad nákladů vlastního kapitálu

Odhad nákladů na vlastní kapitál bude stanoven podle *beta verze modelu CAPM* a podle *stavebnicového modelu*. Pro ocenění obchodního závodu bude využito obou sazeb nákladů na vlastní kapitál a výsledky ocenění pak budou porovnány.

#### 4.1.1. Model oceňování kapitálových aktiv CAPM

Výpočet byl proveden dle vzorce (2.34). Je velmi důležité přesně určit jednotlivé složky modelu CAPM, aby nedošlo ke zkreslení výsledků. Jako **bezriziková sazba** pro první fázi bude použit výnos do splatnosti desetiletého státního dluhopisu ST.DLUHOP. 5,70/24 s výnosem do splatnosti 2,258 %.<sup>45</sup> Jako bezriziková sazba pro druhou fázi bude využit výnos do splatnosti dvaceti dvouletého dluhopisu ST.DLUHOP 4,20/36 s výnosem do splatnosti 3,432 %.<sup>46</sup> **Riziková prémie** byla zjištěna ve výši 7,08 %.<sup>47</sup>

**Beta koeficient** lze zjistit ze stejného zdroje, jako rizikovou prémii. Při zjišťování beta koeficientu je nutné nejprve vyhledat koeficient beta pro ne zadluženou firmu  $\beta_N$  a na základě tohoto stanovit beta koeficient pro zadluženou firmu  $\beta_Z$  podle vzorce (2.35). Beta koeficient pro ne zadluženou firmu činí 0,89.<sup>48</sup>

Po dosazení výše uvedených hodnot do vzorce (2.34) lze vypočíst sazby nákladů na vlastní kapitál pro jednotlivé roky. V Tab. 4.1 lze vidět všechny zjištěné údaje a stanovené náklady na vlastní kapitál pro období první fáze 2013 – 2016 a pro období druhé fáze od roku 2017 do nekonečna.

<sup>44</sup> U této metody je oceňován celkový kapitál obchodního závodu a volné peněžní toky jsou diskontovány náklady celkového kapitálu WACC.

<sup>45</sup> Zdroj: [www.patria.cz](http://www.patria.cz). Údaj byl převzat k 18. 2. 2014.

<sup>46</sup> Zdroj: [www.patria.cz](http://www.patria.cz). Údaj byl převzat k 18. 2. 2014

<sup>47</sup> Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Na těchto stránkách je riziková prémie uvedena jako Risk Premiums for Other Markets vždy k lednu daného roku. V tomto případě byl převzat údaj k lednu 2013.

<sup>48</sup> Koeficient beta byl zjištěn ve sloupci Unlevered beta a jako odvětví bylo vybráno Steel ve sloupci Industry Name.

Tab. 4.1 Náklady vlastního kapitálu dle modelu CAPM

	2013	2014	2015	2016	2017
$r_f$	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	3,43%
$\beta_N$	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89
$[E(r_m)-r_f]$	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%	7,08%
CK/VK	24,07%	8,64%	3,40%	0,00%	0,00%
$\beta_Z$	1,06	0,95	0,91	0,89	0,89
$E(r_{VK})$	9,79%	9,00%	8,73%	8,56%	9,73%

Zdroj: PATRIA (2014), DAMODARAN (2014)

#### 4.1.2. Stavebnicový model

Jak tvrdí Dluhošová (2010), při stanovení nákladů vlastního kapitálu stavebnicovým modelem se vychází z předpokladů modelu MM II.<sup>49</sup> Náklady kapitálu se dle tohoto modelu stanoví jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií, které se odvozují z účetních dat obchodního závodu.

Při zjišťování *rizikové přírážky za podnikatelské riziko* se porovnává ukazatel ROA s ukazatelem vyjadřujícím nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem, viz vzorec (2.37). První ukazatel je vyšší než druhý, a proto je tato riziková přírážka rovna rizikové přírážce odvětví, tzn. 6,61 %.<sup>50</sup>

Pro stanovení *rizikové přírážky za riziko vyplývající z finanční stability* se porovnává ukazatel celkové likvidity s doporučenými hodnotami, viz Dluhošová (2010). V prvním plánovaném roce se hodnota celkové likvidity nachází v intervalu  $<1;2,5>$ , takže se riziková přírážka za riziko vypočte dle vzorce (2.39) a činí 0,61 %. V dalších letech je hodnota celkové likvidity vyšší než 2,5, a proto je riziková přírážka nulová.

Pro stanovení *rizikové přírážky charakterizující velikost obchodního závodu* se posuzuje velikost úplatných zdrojů. Ve všech letech se tyto úplatné zdroje nacházejí v intervalu  $<0,1;3>$  mld. Kč, takže se riziková přírážka vypočte dle vzorce (2.41).

Náklady na vlastní kapitál nezádlužené firmy byly vypočteny dle vzorce (2.36) a náklady zadlužené firmy byly vypočteny dle vzorce (2.42). Odečtením nákladů na vlastní kapitál zadlužené firmy od nákladů na vlastní kapitál nezádlužené firmy, viz vzorec (2.44),

<sup>49</sup> Předpoklady modelu MM II jsou existence informačně dokonalého kapitálového trhu, bezriziková sazba dluhu, zanedbávání nákladů finanční tísně.

<sup>50</sup> Zdroj: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>. Finanční analýzy podnikové sféry, průmyslu a stavebnictví.



lze dopočítat *rizikovou přírážku za zadluženost*. Všechny údaje nutné pro stavebnicový model jsou uvedeny v Tab. 4.2.

Tab. 4.2 Náklady vlastního kapitálu dle stavebnicové metody

	2013	2014	2015	2016	2017
$r_f$	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	3,43%
$RP_{\text{PODNIKATELSKÉ}}$	6,61%	6,61%	6,61%	6,61%	6,61%
$RP_{\text{FINSTAB}}$	0,61%	0%	0%	0%	0%
$RP_{\text{VELIKOST}}$	3,77%	3,88%	3,90%	3,92%	3,89%
$RP_{\text{FINSTR}}$	2,58%	0,88%	0,35%	0,00%	0,00%
$r_{VK}^N$	13,24%	12,75%	12,77%	12,79%	13,93%
$r_{VK}^Z$	15,83%	13,63%	13,12%	12,79%	13,93%

Zdroj: PATRIA (2014), MPO (2014)

## 4.2 Odhad nákladů cizího kapitálu

Jedním ze způsobů, jak určit náklady na cizí kapitál, může být postup založený na tržních datech. Náklad cizího kapitálu lze stanovit jako součet bezrizikové sazby a rizikové přírážky, viz vzorec (2.33). Bezriziková sazba byla určena již u nákladů na vlastní kapitál v kapitole 4.1. Riziková přírážka pro cizí kapitál se stanoví podle ratingu dluhu obchodního závodu, viz Mařík (2011). Nejprve se vypočte ukazatel úrokového krytí dle vzorce (2.16), podle této hodnoty je obchodní závod zařazen do ratingové skupiny a každé skupině je přiřazena riziková přírážka.<sup>51</sup> Výsledné hodnoty jsou uvedeny v Tab. 4.3.

Tab. 4.3 Náklady na cizí kapitál

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Ukazatel úrokového krytí</b>	14,30	36,75	95,20	N/A	N/A
$r_f$	2,26%	2,26%	2,26%	2,26%	3,43%
<b>Riziková přírážka</b>	0,85%	0,85%	0,85%	0,00%	0,00%
$r_{CK}$	3,11%	3,11%	3,11%	2,26%	3,43%

Zdroj: PATRIA (2014), DAMODARAN (2014)

V Tab. 4.3 lze pozorovat poměrně nízkou hodnotu rizikové přírážky. Hodnota ukazatele úrokového krytí se nachází v nejbonitnější kategorii (od 8,5 do 100 000) a rating je tedy pro daný obchodní závod AAA.

<sup>51</sup> Zdroj: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Zde byla vybrána riziková přírážka ze souboru Ratings, Spreads and Interest Coverage Ratios.

Podle ratingové agentury Standard&Poor's má Česká republika rating AA<sup>-</sup>, proto nelze, aby měl obchodní závod rating AAA (obchodní závod nesmí mít vyšší rating než stát). Proto byla riziková přírážka zvýšena na 0,85 %, což odpovídá ratingové skupině AA<sup>-</sup>.

### 4.3 Odhad váženého průměru celkových nákladů kapitálu

Po dosazení do vzorce (2.32) je možné stanovit vážený průměr celkových nákladů kapitálu WACC. Při stanovení celkových nákladů kapitálu bylo počítáno jak s náklady odhadnutými modelem CAPM, tak s náklady odhadnutými stavebnicovým modelem. Pokud se při oceňování zjišťuje tržní hodnota obchodního závodu, je nutné vycházet z tržních hodnot vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu. Tohoto cíle lze dosáhnout pomocí iteračního postupu, kdy se z výchozí účetní struktury kapitálu vypočtou celkové náklady kapitálu a hodnota obchodního závodu, a z té se pak zjistí nová struktura kapitálu. Toto se opakuje tak dlouho, dokud se neustálí výsledná kapitálová struktura. Vážený průměr celkových nákladů kapitálu byl vypočten zvlášť pro model CAPM a zvlášť pro stavebnicový model, viz Tab. 4.4 a Tab. 4.5.

Tab. 4.4 Výpočet WACC pro model CAPM

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>r<sub>CK</sub></b>	3,11%	3,11%	3,11%	2,26%	3,43%
<b>r<sub>VK</sub></b>	9,79%	9,00%	8,73%	8,56%	9,73%
<b>VK/P</b>	73,60%	87,90%	94,60%	100,00%	100,00%
<b>CZ/P</b>	26,40%	12,10%	5,40%	0,00%	0,00%
<b>1 - d</b>	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
<b>WACC</b>	<b>7,87%</b>	<b>8,22%</b>	<b>8,40%</b>	<b>8,56%</b>	<b>9,73%</b>

Tab. 4.5 Výpočet WACC pro stavebnicový model

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>r<sub>CK</sub></b>	3,11%	3,11%	3,11%	2,26%	3,43%
<b>r<sub>VK</sub></b>	15,83%	13,63%	13,12%	12,79%	13,93%
<b>VK/P</b>	64,00%	82,90%	92,10%	100,00%	100,00%
<b>CZ/P</b>	36,00%	17,10%	7,90%	0,00%	0,00%
<b>1 - d</b>	0,81	0,81	0,81	0,81	0,81
<b>WACC</b>	<b>11,04%</b>	<b>11,73%</b>	<b>12,28%</b>	<b>12,79%</b>	<b>13,93%</b>

#### 4.4 Ocenění metodou DCF – Entity

Metodu diskontovaných peněžních toků DCF Entity využívá většina manažerů obchodních závodů v České republice, zejména z důvodu nerozlišování peněžních toků pro vlastníky a věřitele, jak tvrdí Kislingerová (2010). Aplikací této metody je možné zjistit, jaké množství volných peněžních toků lze z obchodního závodu odebrat bez ohledu na to, pro koho je peněžní tok určen.

V Tab. 4.6 jsou uvedeny hodnoty jednotlivých složek volných peněžních toků, které byly vypočteny podle vzorce (2.45). V Tab. 4.7 lze vidět vypočtenou hodnotu první fáze při použití modelu CAPM a stavebnicového modelu. Diskontní míra byla určena na úrovni WACC, a to dle Tab. 4.4 a Tab. 4.5 a podle vzorce (2.32).

Tab. 4.6 Jednotlivé složky volných peněžních toků v tis. Kč

	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Čistý zisk</b>	28 447	28 857	31 093	33 409	36 312
<b>Úroky · (1-d)</b>	2 139	807	330	0	0
<b>Odpisy</b>	43 027	44 010	44 992	45 974	46 957
<b>Investice</b>	48 806	49 789	50 771	51 753	52 736
<b>Δ ČPK</b>	-65 250	-24 077	2 189	-6 789	8 747
<b>FCFF</b>	<b>90 057</b>	<b>47 962</b>	<b>23 454</b>	<b>34 419</b>	<b>21 786</b>

Tab. 4.7 Hodnota první fáze v tis. Kč

	2013	2014	2015	2016
<b>FCFF</b>	90 057	47 962	23 454	34 419
<b>Diskontní faktor</b> <sup>CAPM</sup>	0,9271	0,8567	0,7903	0,7280
<b>Diskontní faktor</b> <sup>STAVEBNICOVÝ MODEL</sup>	0,9006	0,8060	0,7179	0,6365
<b>Diskontované FCFF</b> <sup>CAPM</sup>	83 487	41 088	18 536	25 057
<b>Diskontované FCFF</b> <sup>STAVEBNICOVÝ MODEL</sup>	81 106	38 659	16 838	21 908
<b>Hodnota 1. fáze</b> <sup>CAPM</sup>	<b>168 169</b>			
<b>Hodnota 1. fáze</b> <sup>STAVEBNICOVÝ MODEL</sup>	<b>158 511</b>			

Aby bylo možné co nejpřesněji stanovit hodnotu obchodního závodu pro druhou fázi, je třeba zjistit výši pokračující hodnoty a následně vypočítat hodnotu druhé fáze. Druhá fáze podniku bude trvat od roku 2017 až do nekonečna. Pokračující hodnota se stanoví ze vzorce (2.50).

Veličina  $g$  (předpokládané tempo růstu volných peněžních toků) se bude odvíjet od očekávaného tempa růstu hrubého domácího produktu, od tempa růstu reálných mezd a od tempa růstu tržeb. Průměrné očekávané tempo růstu reálného hrubého domácího produktu je 1,3 %, průměrné očekávané tempo růstu reálných hrubých mezd je 2,4 % a průměrné očekávané tempo růstu tržeb obchodního závodu se předpokládá ve výši - 0,2 %. Pro druhou fázi se tedy očekává konstantní tempo růstu volných peněžních toků ve výši průměru těchto tří hodnot, a to 1,2 %. V Tab. 4.8 je vypočtena pokračující hodnota obchodního závodu dle vzorce (2.50), současná hodnota pokračující hodnoty (hodnota druhé fáze) vypočtená dle vzorce (2.48) a celková hodnota obchodního závodu, stanovená dle vzorce (2.46).

*Tab. 4.8 Hodnota druhé fáze a celková hodnota obchodního závodu v tis. Kč*

	<b>CAPM</b>	<b>Stavebnicový model</b>
<b>Pokračující hodnota</b>	255 307	171 078
<b>Hodnota 2. fáze</b>	185 863	108 891
<b>Hodnota 1. fáze</b>	168 169	158 511
<b>Celková hodnota obchodního závodu</b>	<b>354 032</b>	<b>267 402</b>

#### 4.5 Ocenění metodou EVA - Entity

Druhou použitou metodou pro ocenění obchodního závodu je dvoufázová metoda EVA na bázi entity. Tato metoda patří rovněž mezi výnosové metody, ale na rozdíl od metod DCF nepracuje s volnými peněžními toky, nýbrž s peněžními toky EVA. První fáze bude opět trvat od roku 2013 do roku 2016 a druhá fáze bude trvat od roku 2017 do nekonečna.

Aby bylo možné vypočítat hodnotu ukazatele EVA podle vzorce (2.55) v jednotlivých letech, je nutné vyčíslit zisk z operační činnosti obchodního závodu po zdanění, resp. peněžní tok z provozu NOPAT a hodnotu provozně nutného investovaného kapitálu  $C$ . Jak tvrdí Mařík (2011), NOPAT lze v českých podmínkách ztotožnit s výsledkem hospodaření z provozní činnosti, který je nutné upravit, viz vzorec (2.56). Provozně nutný kapitál  $C$  bude vypočten dle vzorce (2.57). V Tab. 4.9 je uveden výpočet tržní přidané hodnoty první fáze při využití nákladů na vlastní kapitál stanovených dle modelu CAPM. V Tab. 4.10 je vypočtena tržní přidaná hodnota první fáze při využití nákladů na vlastní kapitál stanovených dle stavebnicového modelu. Tržní přidaná hodnota první fáze byla stanovena dle vzorce (2.59).

Tab. 4.9 Výpočet tržní přidané hodnoty první fáze s využitím modelu CAPM v tis. Kč

	2013	2014	2015	2016
<b>NOPAT</b>	25 348	24 436	25 990	27 754
<b>C</b>	520 228	502 024	510 079	509 147
<b>WACC</b>	7,87%	8,22%	8,40%	8,56%
<b>WACC·C<sub>t-1</sub></b>	46 068	42 740	42 156	43 659
<b>EVA</b>	-20 721	-18 304	-16 166	-15 904
<b>Diskontní faktor</b>	0,9271	0,8567	0,7903	0,7280
<b>Diskontovaná EVA</b>	-19 209	-15 681	-12 776	-11 578
<b>Hodnota první fáze</b>	<b>-59 244</b>			

Tab. 4.10 Výpočet tržní přidané hodnoty první fáze s využitím stavebnicového modelu v tis. Kč

	2013	2014	2015	2016
<b>NOPAT</b>	25 348	24 436	25 990	27 754
<b>C</b>	520 228	502 024	510 079	509 147
<b>WACC</b>	11,04%	11,73%	12,28%	12,79%
<b>WACC·C<sub>t-1</sub></b>	64 610	61 041	61 641	65 224
<b>EVA</b>	-39 262	-36 605	-35 651	-37 470
<b>Diskontní faktor</b>	0,9006	0,8060	0,7179	0,6365
<b>Diskontovaná EVA</b>	-35 360	-29 505	-25 593	-23 849
<b>Hodnota první fáze</b>	<b>-114 308</b>			

Dluhošová (2010) tvrdí, že záporná hodnota ukazatele ekonomické přidané hodnoty vyjadřuje pokles bohatství vlastníků, neboť obchodní závod není schopen dosahovat minimálního výnosu požadovaný subjekty, které poskytují kapitál pro jeho financování.

Pro zjištění tržní přidané hodnoty druhé fáze je nutné vypočíst pokračující hodnotu ze vzorce (2.61). Veličina  $g$  (předpokládané tempo růstu ekonomické přidané hodnoty) se předpokládá rovněž ve výši 1,2 %. Důležité je zmínit, že pokud je ekonomická přidaná hodnota záporná, nelze její tempo růstu  $g$  ve vzorci (2.61) pro pokračující hodnotu odečíst od WACC, protože záporná EVA by se dále prohlubovala. Proto je nutné tempo růstu  $g$  k WACC přičíst. Výsledná hodnota obchodního závodu z hlediska obou nákladů vlastního kapitálu je uvedena v Tab. 4.11. Tržní přidaná hodnota druhé fáze byla vypočtena dle vzorce (2.60), celková tržní přidaná hodnota  $MVA$  byla vypočtena dle vzorce (2.58) a celková hodnota obchodního závodu  $V$  byla vypočtena dle vzorce (2.62). Veličina  $C_{2012}$  vyjadřuje provozně nutný investovaný kapitál k datu ocenění.

Tab. 4.11 Tržní přidaná hodnota druhé fáze a celková hodnota obchodního závodu v tis. Kč

	1. fáze	2. fáze
<b>Hodnota fáze</b> <sup>CAPM</sup>	-59 244	-127 813
<b>Hodnota fáze</b> <sup>STAVEBNICOVÝ MODEL</sup>	-114 308	-170 689
<b>MVA</b> <sup>CAPM</sup>	-187 057	
<b>MVA</b> <sup>STAVEBNICOVÝ MODEL</sup>	-284 997	
<b>C<sub>2012</sub></b>	586 526	
<b>Hodnota obchodního závodu</b> <sup>CAPM</sup>	<b>399 469</b>	
<b>Hodnota obchodního závodu</b> <sup>STAVEBNICOVÝ MODEL</sup>	<b>301 529</b>	

#### 4.6 Komparace výsledků ocenění obchodního závodu

Ocenění obchodního závodu Vítkovické slévárny bylo provedeno k 31. 12. 2012 dvěma metodami, a to dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků na bázi entity a dvoufázovou metodou ekonomické přidané hodnoty na bázi entity. Pro odhad nákladů celkového kapitálu bylo nutné odhadnout náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál. Náklady na cizí kapitál byly určeny jako součet bezrizikové sazby a rizikové přírážky pro cizí kapitál. Náklady na vlastní kapitál byly odhadnuty dvěma způsoby, a to dle modelu CAPM a dle stavebnicového modelu. V Tab. 4.12 je uvedena celková hodnota obchodního závodu stanovená dle obou metod a s aplikací obou odhadů nákladů na vlastní kapitál.

Tab. 4.12 Celková hodnota obchodního závodu v tis. Kč

<b>Hodnota obchodního závodu</b>	<b>r<sub>VK</sub></b> <sup>CAPM</sup>	<b>r<sub>VK</sub></b> <sup>STAVEBNICOVÝ MODEL</sup>
<b>Metoda DCF Entity</b>	354 032	267 402
<b>Metoda EVA Entity</b>	399 469	301 529

Dle stavebnicového modelu byly odhadnuty vyšší náklady vlastního kapitálu, než dle modelu CAPM. Při zaměření na metodu DCF Entity je patrné, že vyšší náklady vlastního kapitálu dle stavebnicového modelu způsobily nižší diskontované volné peněžní toky (viz Tab. 4.7) a hodnota první a druhé fáze byla tedy nižší, než při odhadování nákladů na vlastní kapitál dle modelu CAPM. Celková hodnota obchodního závodu při aplikaci stavebnicového modelu byla tedy nižší, a to o 86 630 tis. Kč.

Z hlediska metody EVA Entity je celková hodnota obchodního závodu při stanovení nákladů na vlastní kapitál stavebnicovým modelem nižší o 97 940 tis. Kč. Z důvodu vyšších

nákladů vlastního kapitálu dle stavebnicového modelu byla v tomto případě diskontovaná ekonomická přidaná hodnota nižší, než v případě modelu CAPM, viz Tab. 4.9 a Tab. 4.10.

Při komparaci obou metod ocenění obchodního závodu, a to v rámci jedné varianty způsobu stanovení nákladů vlastního kapitálu, lze konstatovat, že ocenění metodou DCF Entity je v případě modelu CAPM nižší o 45 437 tis. Kč, než při ocenění metodou EVA Entity. Ocenění metodou DCF Entity je v případě stavebnicového modelu nižší o 34 127 tis. Kč, než při ocenění metodou EVA Entity. Rozdíl mezi hodnotou stanovenou metodou DCF a metodou EVA může být způsoben zejména problémem s naplněním ukazatele EVA v podmínkách ČR. Další příčinou rozdílu ve výsledcích může být také úprava provozního výsledku hospodaření.

## 5 ANALÝZA CITLIVOSTI VYBRANÝCH PARAMETRŮ A ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ

Cílem citlivostní analýzy je zjistit, jaký vliv mají jednotlivé faktory na konečnou hodnotu obchodního závodu. Nejcitlivější je hodnota na ty faktory, které mají na výslednou hodnotu největší vliv. Vysoký vliv na hodnotu obchodního závodu mají ty faktory, jejichž změna o 1 % způsobí změnu hodnoty o více, než 1 %. Vliv může být buď pozitivní, nebo negativní.

V této kapitole bude použita jedno-faktorová analýza citlivosti, při které se zjišťuje vliv změny jednoho faktoru na hodnotu, přičemž ostatní faktory zůstávají neměnné. Obecně se citlivost vypočte jako přírůstek dle vzorce (2.64). Analýza citlivosti bude provedena zvlášť pro faktory, které mají vliv na hodnotu stanovenou metodou DCF Entity a zvlášť pro faktory, které mají vliv na hodnotu stanovenou metodou EVA Entity. Jako hodnota obchodního závodu bude využita ta, u které byly náklady vlastního kapitálu odhadnuty dle modelu CAPM. Tato hodnota byla vyšší, než hodnota, kde byly stanoveny náklady na vlastní kapitál dle stavebnicového modelu a také vychází z tržních dat, což je pro zjištění tržní hodnoty obchodního závodu vhodnější.

### 5.1 Analýza citlivosti hodnoty stanovené dle metody DCF Entity

Na hodnotu obchodního závodu stanovenou dle metody DCF Entity mají vliv především faktory, které tvoří vstupní parametry pro výpočet hodnoty touto metodou. Mezi tyto faktory patří zisk před zdaněním a úroky (EBIT), odpisy (ODP), změna čistého pracovního kapitálu ( $\Delta \text{ČPK}$ ), investice (INV) a celkové náklady kapitálu (WACC). Tab. 5.1 obsahuje citlivost hodnoty společnosti Vítkovické slévárny, stanovenou jako přírůstek této hodnoty vlivem změny jednotlivých faktorů, a to jak v absolutním, tak i v relativním vyjádření. Přírůstek  $\Delta V_{\alpha}^{\text{faktor}}$  byl vypočten dle vzorce (2.64). Dílčí výpočty hodnot první a druhé fáze a celkové hodnoty při změně jednotlivého faktoru jsou uvedeny v Příloze 6.

Při pohledu na Tab. 5.1 je zřejmé, že největší vliv na hodnotu obchodního závodu mají investice. Pokud se zvýší investice o 1 %, sníží se hodnota obchodního závodu o 1,6 %. Významný vliv na změnu hodnoty mají také odpisy, a jestliže se jejich hodnota zvýší o 1 %, zvýší se hodnota obchodního závodu o 1,4 %. Podobný vliv na hodnotu obchodního závodu má i EBIT, při jeho zvýšení o 1 % se zvýší hodnota o 1,3 %. Na ostatní položky není hodnota obchodního závodu příliš citlivá, při zvýšení WACC o 1 % se sníží hodnota obchodního

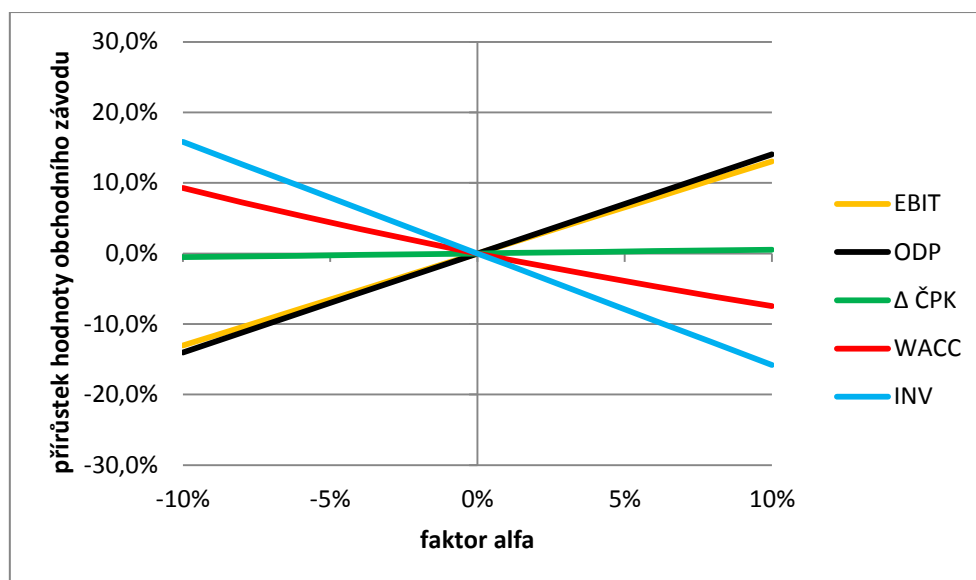


závodu o 0,8 %. Vliv změny ČPK na hodnotu je velmi nízký.<sup>52</sup> Citlivost změny faktorů na změnu hodnoty lze vyjádřit také graficky, viz Graf 5.1 a Graf. 5.2.

Tab. 5.1 Vliv faktorů na přírůstek hodnoty společnosti v absolutním a relativním vyjádření

$\alpha$	EBIT		ODP		$\Delta$ ČPK		INV		WACC	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
-10%	-46 237	-13,1%	-49 783	-14,1%	-1 890	-0,5%	56 014	15,8%	32 893	9,3%
-8%	-36 990	-10,4%	-39 827	-11,2%	-1 512	-0,4%	44 811	12,7%	25 678	7,3%
-6%	-27 742	-7,8%	-29 870	-8,4%	-1 134	-0,3%	33 608	9,5%	18 804	5,3%
-4%	-18 495	-5,2%	-19 913	-5,6%	-756	-0,2%	22 406	6,3%	12 248	3,5%
-1%	-4 624	-1,3%	-4 978	-1,4%	-189	-0,1%	5 601	1,6%	2 960	0,8%
0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
1%	4 624	1,3%	4 978	1,4%	189	0,1%	-5 601	-1,6%	-2 896	-0,8%
4%	18 495	5,2%	19 913	5,6%	756	0,2%	-22 406	-6,3%	-11 220	-3,2%
6%	27 742	7,8%	29 870	8,4%	1 134	0,3%	-33 608	-9,5%	-16 486	-4,7%
8%	36 990	10,4%	39 827	11,2%	1 512	0,4%	-44 811	-12,7%	-21 541	-6,1%
10%	46 237	13,1%	49 783	14,1%	1 890	0,5%	-56 014	-15,8%	-26 399	-7,5%

Graf 5.1 Citlivost hodnoty obchodního závodu na faktory

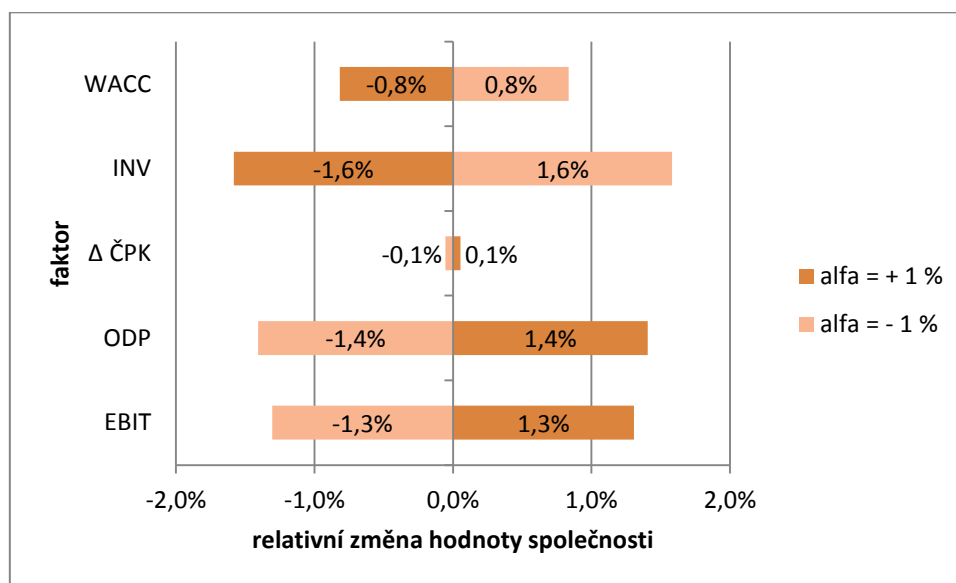


Graf 5.1 je grafem bodovým s rovnými spojnicemi a jednotlivé přímky zachycují vliv změny faktoru na změnu hodnoty obchodního závodu. Obecně platí, že čím je sklon přímky větší, tím je hodnota obchodního závodu na změnu faktoru citlivější. Podle grafického znázornění lze tedy pozorovat, že největší sklon má přímka vyjadřující vliv změny investic

<sup>52</sup> Relativní změna hodnoty vlivem tohoto faktoru je pouze 0,1 %, a ta vyplývá především z absolutní změny hodnoty, která je velmi malá (konkrétně o 189 tis. Kč).

na hodnotu (modrá přímka). Velký sklon mají i přímky zachycující odpisy (černá přímka) a EBIT (žlutá přímka). Nejnižší sklon, který téměř kopíruje osu x, má změna ČPK (zelená přímka). Z grafu rovněž vyplývá, že pozitivní vliv na hodnotu společnosti mají odpisy, zisk před zdaněním a úroky a změna ČPK a negativní vliv na hodnotu mají investice a náklady celkového kapitálu.

Graf 5.2 Citlivost změny hodnoty společnosti vlivem změny faktorů o  $\pm 1\%$



V Grafu 5.2 jsou obsaženy relativní změny hodnoty obchodního závodu vlivem změny daného faktoru o  $\pm 1\%$ . Opět je patrné, že největší vliv na změnu hodnoty mají investice.<sup>53</sup> Druhý největší vliv na hodnotu obchodního závodu mají odpisy, jejich zvýšení o 1 % způsobí růst hodnoty o 1,4 %. Další v pořadí jsou EBIT a WACC. Nejmenší vliv na změnu hodnoty má změna ČPK.

## 5.2 Analýza citlivosti hodnoty stanovené dle metody EVA Entity

V rámci analýzy citlivosti hodnoty společnosti Vítkovické slévárny stanovené metodou EVA Entity bude analyzován vliv tří vybraných faktorů, kterými jsou zisk před zdaněním a úroky (EBIT), provozně nutný investovaný kapitál (C) a celkové náklady kapitálu (WACC). Tab. 5.2 obsahuje citlivost hodnoty společnosti Vítkovické slévárny, stanovenou jako přírůstek této hodnoty vlivem změny jednotlivých faktorů, a to jak v absolutním, tak i v relativním vyjádření. Přírůstek  $\Delta V_a^{faktor}$  byl vypočten dle vzorce (2.64). Dílčí výpočty hodnot první a druhé fáze a celkové hodnoty při změně jednotlivého faktoru jsou uvedeny v Příloze 6.

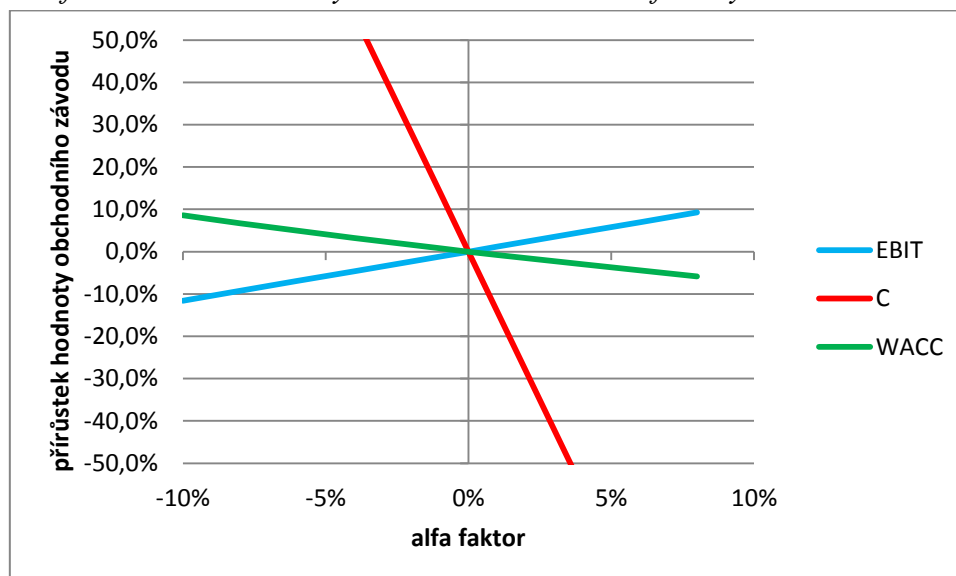
<sup>53</sup> Pokud se zvýší tento faktor o 1 % (alfa = + 1 %), sníží se hodnota obchodního závodu relativně o 1,6 %.

Tab. 5.2 Vliv faktorů na přírůstek hodnoty společnosti v absolutním a relativním vyjádření

$\alpha$	EBIT		C		WACC	
	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %	v tis. Kč	v %
-10%	-46 237	-11,6%	560 349	140,3%	34 167	8,6%
-8%	-36 990	-9,3%	448 279	112,2%	26 813	6,7%
-6%	-27 742	-6,9%	336 210	84,2%	19 734	4,9%
-4%	-18 495	-4,6%	224 140	56,1%	12 915	3,2%
-1%	-4 624	-1,2%	56 035	14,0%	3 143	0,8%
0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
1%	4 624	1,2%	-56 035	-14,0%	-3 087	-0,8%
4%	18 495	4,6%	-224 140	-56,1%	-12 032	-3,0%
6%	27 742	6,9%	-336 210	-84,2%	-17 746	-4,4%
8%	36 990	9,3%	-448 279	-112,2%	-23 270	-5,8%
10%	46 237	11,6%	-560 349	-140,3%	-28 617	-7,2%

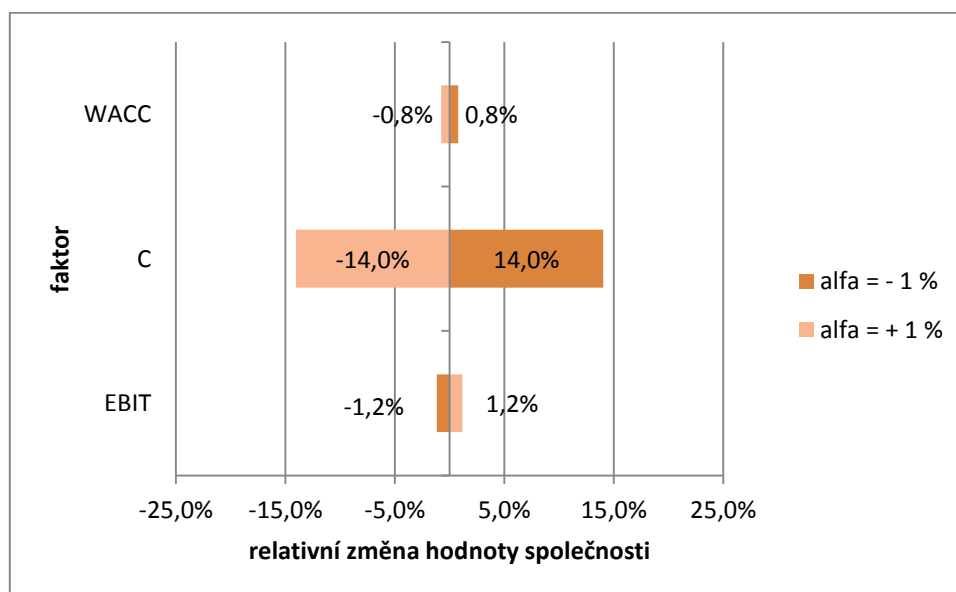
Z Tab. 5.2 vyplývá, že největší vliv na změnu hodnoty obchodního závodu má faktor C, který představuje provozně nutný investovaný kapitál. Pokud se zvýší tento faktor o 1 %, sníží se hodnota obchodního závodu o 14 %. Změna ostatních faktorů má pak na hodnotu společnosti nízký vliv. Dalším faktorem, na který je hodnota citlivá, je zisk před zdaněním a úroky EBIT a pokud dojde k jeho zvýšení o 1 %, zvýší se hodnota obchodního závodu o 1,2 %. Náklady celkového kapitálu mají na hodnotu společnosti také nízký vliv, pokud se zvýší WACC o 1 %, sníží se hodnota o 0,8 %. Citlivost změny faktorů na změnu hodnoty lze vyjádřit také graficky, viz Graf 5.3 a Graf. 5.4.

Graf 5.3 Citlivost hodnoty obchodního závodu na faktory



Bodový Graf 5.3 s rovnými spojnicemi obsahuje tři přímky zachycující vliv změny jednotlivých faktorů na změnu hodnoty obchodního závodu. Největší sklon má přímka, která zachycuje vliv změny provozně nutného investovaného kapitálu C na změnu hodnoty obchodního závodu (červená přímka). Druhý největší sklon přímky má zisk před zdaněním a úroky EBIT (modrá přímka) a hned po něm následují náklady celkového kapitálu WACC (zelená přímka). Z grafu rovněž vyplývá, že pozitivní vliv na hodnotu společnosti má pouze EBIT a negativní vliv má C a WACC.

*Graf 5.4 Citlivost změny hodnoty společnosti vlivem změny faktorů o  $\pm 1$  %*



Graf 5.4 zahrnuje relativní změny hodnoty obchodního závodu vlivem změny určitého faktoru o  $\pm 1$  %. V grafu lze opět pozorovat, že největší vliv na změnu hodnoty obchodního závodu má provozně nutný investovaný kapitál. Druhý největší vliv má zisk před zdaněním a úroky a nejmenší vliv mají WACC.

### 5.3 Zhodnocení výsledků analýzy citlivosti

Při zaměření na analýzu citlivosti hodnoty obchodního závodu na změnu vybraných parametrů pro metodu DCF Entity bylo zjištěno, že nejcitlivější je hodnota obchodního závodu na změnu investic, protože při jejich změně o 1 % se změní hodnota obchodního závodu o více než 1 % (konkrétně o 1,6 %). V rámci metody EVA Entity byla hodnota obchodního závodu nejcitlivější na změnu provozně nutného investovaného kapitálu a při jeho změně o 1 % se hodnota společnosti změnila o 14 %.

## 6 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo ocenění obchodního závodu Vítkovické slévárny, s. r. o. a zjištění jeho tržní hodnoty k 31. 12. 2012. K ocenění bylo využito dvou metod, a to metody diskontovaných peněžních toků DCF Entity a metody založené na ekonomické přidané hodnotě EVA Entity. Ocenění bylo provedeno pro potřeby vlastníka, který chtěl zjistit, za kolik by bylo možné obchodní závod prodat za předpokladu, že není znám konkrétní kupující.

Diplomová práce byla strukturována do šesti kapitol, kdy první kapitola byla věnována úvodu a poslední kapitolou je tento závěr. Druhá kapitola byla zaměřena na teoreticko-metodologická východiska oceňování obchodního závodu, kde byly vymezeny nejen teoretické předpoklady, ale i hlavní početní vztahy nutné ke stanovení hodnoty. Ve třetí kapitole byl nejprve stručně charakterizován oceňovaný obchodní závod a poté byla provedena strategická analýza, kde byly predikovány tržby. Tržby byly prognózovány v prvních dvou letech finančního plánu klesající, ale již od třetího roku je předpokládáno jejich postupné zvyšování až na částku 1 034 801 tis. Kč.

V rámci této kapitoly byla zhodnocena finanční situace obchodního závodu dle jednotlivých poměrových ukazatelů rentability, finanční stability a zadluženosti, likvidity a aktivity. Na konci kapitoly byl sestaven finanční plán na období let 2013 - 2017, který se skládal z plánovaného výkazu zisku a ztráty, plánovaného výkazu cash-flow a plánované rozvahy. Tyto tři výsledné plány vycházely z dílčích plánů, které se týkaly plánu tržeb, plánu provozní ziskové marže, plánu čistého pracovního kapitálu, plánu investic a plánu financování.

Hlavní část diplomové práce spočívala ve stanovení hodnoty obchodního závodu dvěma metodami, a to metodou DCF Entity a metodou EVA Entity, což bylo obsahem čtvrté kapitoly. Obě metody byly počítány jako dvoufázové, kdy první fáze trvá od roku 2013 do roku 2016 a druhá fáze trvá od roku 2017 do nekonečna. Obě metody byly počítány s využitím dvou způsobů určení nákladů na vlastní kapitál. Při aplikaci stavebnicového modelu pro stanovení nákladů na vlastní kapitál byla hodnota obchodního závodu u obou metod nižší, a to z důvodu vyšší sazby těchto nákladů vlastního kapitálu.

Při zaměření na hodnotu obchodního závodu, kdy byly náklady na vlastní kapitál stanoveny na základě modelu CAPM, lze konstatovat, že hodnota stanovená dle metody DCF Entity činila 354 032 tis. Kč a hodnota stanovená dle metody EVA Entity činila

399 469 tis. Kč. Jestliže byly jako náklady vlastního kapitálu brány v potaz ty, stanovené stavebnicovou metodou, byla hodnota obchodního závodu dle metody DCF Entity ve výši 267 402 tis. Kč a hodnota dle metody EVA Entity ve výši 301 529 tis. Kč.

Pátá kapitola byla zaměřena na citlivostní analýzu a bylo zjištěno, že na hodnotu obchodního závodu stanovenou dle metody DCF Entity mají největší vliv investice, protože při jejich změně o 1 % se změní hodnota o 1,6 %. V rámci hodnoty stanovené dle metody EVA Entity bylo zjištěno, že hodnota obchodního závodu je nejcitlivější na změnu provozně nutného investovaného kapitálu a při jeho změně o 1 % se hodnota změní o 14 %. U obou metod byla pro analýzu citlivosti využita ta hodnota, u které byly pro odhad váženého průměru celkových nákladů kapitálu využity náklady na vlastní kapitál odhadnuté dle modelu CAPM.

# SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

## Odborné knihy

- [1] ARZAC, Enrique R. *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005. 281 s. ISBN 0-471-64444-7.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [3] HANČLOVÁ, Jana. *Ekonometrické modelování: klasické přístupy s aplikacemi*. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2012. 214 s. ISBN 978-80-7431-088-1.
- [4] JUREČKA, Václav a Ivana JÁNOŠÍKOVÁ. *Makroekonomie: Základní kurs*. 2. vyd. Ostrava: VŠB - TUO, 2009. 299 s. ISBN 978-80-248-2065-1.
- [5] KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [6] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [7] KISLINGEROVÁ, Eva a Jiří HNILICA. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
- [8] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- [9] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [10] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé: hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [11] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- [12] ZMEŠKAL, Z., D. DLUHOŠOVÁ a T. TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2013. 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0.

## Elektronické dokumenty a ostatní

- [13] BARTÍKOVÁ, Ludmila. *Stanovení hodnoty podniku z odvětví těžebního průmyslu vybranými metodami*. Ostrava, 2012. Diplomová práce. Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava, Fakulta ekonomická, Katedra financí.
- [14] BAZGEROVÁ, Daniela. *Ocenění společnosti vybranými metodami*. Ostrava, 2011. Diplomová práce. Vysoká škola báňská - Technická univerzita Ostrava, Fakulta ekonomická, Katedra financí.
- [15] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Klasifikace ekonomických činností* [online]. 2011 [cit. 3. 2. 2014]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace\\_ekonomickych\\_cinnosti\\_\(cz\\_nace\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(cz_nace))
- [16] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Inflace - druhy, definice, tabulky* [online]. 2014 [cit. 3. 2. 2014]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira\\_inflace](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace)
- [17] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Fixing úrokových sazeb na mezibankovním trhu depozit PRIBOR* [online]. 2014 [cit. 3. 2. 2014]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/penezni\\_trh/pribor/denni.jsp](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/denni.jsp)
- [18] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran online: Betas by Sector* [online]. 2014 [cit. 18. 2. 2014]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [19] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran online: Country Default Spreads and Risk Premiums* [online]. 2014 [cit. 18. 2. 2014]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [20] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran online: Ratings, Interest Coverage Ratios and Default Spread* [online]. 2014 [cit. 18. 2. 2014]. Dostupné z: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- [21] EUROSTAT. *GDP and main components* [online]. 2014 [cit. 3. 2. 2014]. Dostupné z: [http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama\\_gdp\\_k&lang=en](http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nama_gdp_k&lang=en)
- [22] MINISTERSTVO FINANCÍ. *Makroekonomická predikce* [online]. 2014 [cit. 15. 2. 2014]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce>



- [23] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analytické materiály a statistiky* [online]. 2005 [cit. 3. 2. 2014]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>
- [24] MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. 2012 [cit. 1. 2. 2014]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a417615&klic=dod9qc>
- [25] MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI. *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. 2012 [cit. 1. 2. 2014]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl?subjektId=isor%3a800010960&klic=zfu8ls>
- [26] PATRIA ONLINE. *Dluhopisy online - Státní dluhopisy ČR* [online]. 2014 [cit. 18. 2. 2014]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/kurzy/online/dluhopisy.html>
- [27] Zákon č. 586 ze dne 20. listopadu 1992 o daních z příjmů. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1992, částka 117, s. 21. Dostupný z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/dprij/cast2.aspx>
- [28] Zákon č. 89 ze dne 3. února 2012 občanský zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 2012, částka 33, s. 502. Dostupný také z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/cast1h4d2.aspx>
- [29] Zákon č. 563 ze dne 12. prosince 1991 o účetnictví. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1991, částka 107, s. 25. Dostupný také z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/ucto/cast4.aspx>

## SEZNAM ZKRATEK

A	aktiva
$A_0$	neoperační aktiva k datu ocenění
APM	arbitrážní model oceňování
APV	upravená současná hodnota
a. s.	akciová společnost
BÚ	bankovní úvěry
$\beta_N$	beta koeficient nezadlužené společnosti
$\beta_{VK}$	beta koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia
$\beta_Z$	beta koeficient zadlužené společnosti
C	provozně nutný investovaný kapitál
$C_0$	provozně nutný investovaný kapitál k datu ocenění
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí kapitál
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ČZ	čistý zisk
d	daň
$D_0$	hodnota úročených dluhů k datu ocenění
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	diskontní dividendový model
DM	dlouhodobý majetek
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před úroky a zdaněním
$E(r_m)$	očekávaný výnos tržního portfolia
$E(r_{VK})$	střední hodnota výnosu vlastního kapitálu
EUROSTAT	statistický úřad Evropských společenství
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volné peněžní toky

FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele
$g$	tempo růstu volných peněžních toků
HDP	hrubý domácí produkt
HZ	hrubý zisk
$i$	úroky
IČO	identifikační číslo organizace
IDW	Institut německých auditorů
INRT	investiční náročnost růstu tržeb
INV	investice
Kč	Koruna česká
KS	konkurenční síla
MF	Ministerstvo financí
mil.	milion
MM	Miller-Modigliani
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	tržní přidaná hodnota
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
NVHML	nerozdělený výsledek hospodaření minulých let
OBL	obligace
ODP	odpisy
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností
P	pasiva
PC	pořizovací cena
PH	pokračující hodnota
PRIBOR	Pražská mezibankovní nabídková sazba
PV	současná hodnota
PVH	provozní výsledek hospodaření
PZM	provozní zisková marže
$r_{CK}$	náklady cizího kapitálu
$r_f$	bezriziková výnosová míra
$r_{VK}^N$	náklady vlastního kapitálu nezadlužené společnosti
$r_{VK}^Z$	náklady vlastního kapitálu zadlužené společnosti

ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
RP	riziková přírážka
$RP_{\text{FINSTAB}}$	riziková přírážka vyplývající z finanční stability
$RP_{\text{FINSTR}}$	riziková přírážka za zadluženost
$RP_{\text{PODNIKATELSKÉ}}$	riziková přírážka za podnikatelské riziko
$RP_{\text{VELIKOST}}$	riziková přírážka za velikost společnosti
s. r. o.	společnost s ručením omezeným
tis.	tisíc
TP	tržní podíl
TS	daňový štít
$U$	hodnota veličiny
ÚM	úroková míra
UPVH	upravený provozní výsledek hospodaření
USA	Spojené státy americké
ÚZ	úplatné zdroje
V	hodnota obchodního závodu
VH	výsledek hospodaření
VHBČ	výsledek hospodaření za běžnou činnost
VHBÚO	výsledek hospodaření běžného účetního období
VK	vlastní kapitál
VS	Vítkovické slévárny
VZZ	výkaz zisku a ztráty
WACC	vážený průměr celkových nákladů kapitálu
ZC	zůstatková cena

## PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 22. dubna 2014



Bc. Andrea Vlková

## **SEZNAM PŘÍLOH**

- Příloha 1:** Rozvaha obchodního závodu za období 2008 - 2012 v tis. Kč
- Příloha 2:** Výkaz zisku a ztráty obchodního závodu za období 2008 - 2012 v tis. Kč
- Příloha 3:** Finanční plán obchodního závodu na období 2013 - 2017 v tis. Kč
- Příloha 4:** Výsledek regresní analýzy z MS Excel
- Příloha 5:** Výsledky regresních analýz pro položky plánovaného výkazu zisku a ztráty
- Příloha 6:** Dílčí výpočty citlivostní analýzy